

NGERN TURBO TURBO TB
THAILAND / FINANCE & SECURITIES

การฟื้นตัวของ ROE ที่ชัดเจน

TARGET PRICE THB2.10
IPO PRICE THB1.50

- เราคาดว่าเงินเทอร์โบ (TURBO) จะสามารถสร้างการเติบโตอย่างมีคุณภาพได้จากทั้งธุรกิจจำหน่ายทะเบียนรถ และนายหน้าประกันภัย
- เราคาดว่า ROE จะกลับมาอยู่ในช่วง 14–18% สำหรับปี 2025–27
- ประเมินมูลค่ายุติธรรมที่ 2.10 บาทต่อหุ้น อิงจาก P/E และ P/BV

ภาพรวมอุตสาหกรรมยังเติบโต ไปพร้อมกับการลงทุนด้าน IT และผลผลิตภาพ ด้วยอุตสาหกรรมจำหน่ายทะเบียนรถ (ATL) ที่น่าจะยังเติบโตได้ปีละ 10%, การสร้างโครงสร้างพื้นฐานด้านเทคโนโลยี (IT) รวมถึง AI เพื่อยกระดับผลผลิตภาพการทำงานของบุคลากรจากกลยุทธ์การเติบโตทั้งหมด การควบคุมต้นทุน การบริหารความเสี่ยงที่ดี และการเติบโตของรายได้ทั้งธุรกิจสินเชื่อ และนายหน้าประกัน เราคาดว่า เงินเทอร์โบ (TURBO) จะสามารถสร้างการเติบโตอย่างมีคุณภาพได้ในปี 2025-27

ROE จะฟื้นกลับมาอย่างชัดเจน

เราคาดว่า TURBO จะพลิกฟื้นผลประกอบการจากกำไรสุทธิ 142 ล้านบาทในปี 2024 สู่ 462 ล้านบาทในปี 2025 และต่อเนื่องเป็น 666 ล้านบาท และ 853 ล้านบาทในปี 2026–2027 ตามลำดับ โดยปัจจัยหลักที่ผลักดันการพลิกฟื้นของกำไรสุทธิ TURBO ได้แก่: 1) การลดลงของ Credit Cost และ NPL Ratio; 2) Cost-to-Income ที่ลดลง ตามการควบคุมต้นทุนในการขยายสาขาใหม่และผลจากการลงทุนด้าน IT; 3) การขยายตัวของ NIM; 4) การเติบโตของสินเชื่อที่ CAGR ราว 12.3% ในช่วงปี 2025–2027; และ 5) รายได้จากธุรกิจนายหน้าประกันภัย ที่เติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปี เราคาดว่า ROE ของ TURBO จะกลับมาอยู่ในช่วง 14–18% สำหรับปี 2025–2027 เทียบกับ 5.5% ในปี 2023–2024 ซึ่งเป็นช่วงต่ำสุดจากปัญหาคุณภาพสินทรัพย์

ประเมินมูลค่ายุติธรรมที่ 2.10 บาทต่อหุ้น อิงจาก P/E และ P/BV

เราประเมินมูลค่ายุติธรรมของ TURBO โดยใช้วิธีการประเมิน 2 แนวทาง ได้แก่ P/BV Multiples (1.24x) และ P/E Multiples (9.0x) เมื่อเฉลี่ยผลลัพธ์จากทั้งสองวิธี เราประเมินมูลค่ายุติธรรมที่ 2.10 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นมูลค่าตลาด (Market Cap) 5.69 พันล้านบาท โดยการประเมินนี้อยู่บนฐาน Post-money Basis สำหรับปี 2026

ความเสี่ยงหลักของการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงหลักของ TURBO ได้แก่ ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ การแข่งขันที่รุนแรง ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ ความเสี่ยงจากการขยายตัวต่ำกว่าที่คาด ผลขาดทุนจากทรัพย์สินรอการขาย ความเสี่ยงจากการจัดหาเงินลงทุนและสภาพคล่อง เป็นต้น

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Operating profit	161	578	833	1,067
Net profit	142	462	666	853
EPS (THB)	0.06	0.20	0.24	0.31
vs Consensus (%)	-	-	-	-
Recurring net profit	142	462	666	853
Core EPS (THB)	0.06	0.20	0.24	0.31
EPS growth (%)	7.5	209.2	24.4	28.1
Core P/E (x)	23.5	7.6	6.1	4.8
Dividend yield (%)	-	-	-	-
Price/book (x)	1.3	1.1	0.9	0.8
ROE (%)	5.6	14.4	16.3	18.0
ROA (%)	1.1	3.4	4.3	5.0

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

TURBO's IPO summary

	รายละเอียด
Pre-IPO shares	2,222.22 ล้านหุ้น
Share offering	537 ล้านหุ้น คิดเป็น 20.1% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) สำหรับขยายธุรกิจให้บริการทางการเงินของกลุ่มบริษัทฯ 2) ใช้ในการชำระคืนเงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนกิจการ
Financial advisor	TISCO Securities
Lead Underwriter	TISCO Securities, Kasikorn Securities
NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED JOIN AS A CO-UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF NGERN TURBO PUBLIC COMPANY LIMITED	

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF TURBO BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY TISCO SECURITIES



Nathapol Pongsukcharoenkul
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 049193
nathapol.p@fssia.com, +66 2646 9974

สารบัญ

บทสรุปผู้บริหาร	3
แนวโน้มอุตสาหกรรม – ยังเติบโตประมาณ 10% ต่อปี	3
ประเด็นการลงทุน และกลยุทธ์การเติบโต	4
ไฮไลต์ทางการเงิน และคาดการณ์ผลประกอบการ	6
ประเมินมูลค่าเหมาะสม	6
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	6
แนวโน้มอุตสาหกรรม – ยังเติบโตประมาณ 10% ต่อปี.....	7
ปัจจัยหนุนแรกสำหรับ ATL: ฐานลูกค้า Underbanked ที่มีขนาดใหญ่.....	8
ปัจจัยหนุนที่สอง: ข้อจำกัดในการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์	9
ปัจจัยหนุนที่สาม: ขนาดตลาดที่มีศักยภาพสูงของสินเชื่อบีเยนรถ (ATL)	9
ประเด็นการลงทุน และกลยุทธ์การเติบโต	14
โครงสร้างพื้นฐานด้าน IT (IT Infrastructure).....	14
เติบโตของสินเชื่อบีเยนรถจากทั้งสาขาเดิมและการขยายสาขาใหม่	16
ไฮไลต์ทางการเงิน และคาดการณ์ผลประกอบการ	25
ประเมินมูลค่าเหมาะสม	29
ภาพรวมบริษัท.....	31
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล	34
ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ.....	35
Appendix.....	38

บทสรุปผู้บริหาร

เงินเทอร์โบ (TURBO) ก่อตั้งในปี 2017 โดยคุณสุรัช เรืองสุทธิภาพ และครอบครัวตั้งมิตรประชา เพื่อประกอบธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ (Auto Title Loans : ATL) สินเชื่อส่วนบุคคล และสินเชื่อรายย่อยเพื่อการประกอบอาชีพ หรือ Nano finance ภายใต้การกำกับของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยเปิดบริการสาขาแรก ณ ตลาดบางใหญ่ซิติ์ จังหวัดนนทบุรี TURBO มีเครือข่าย 996 สาขา ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2025 ครอบคลุม 54 จังหวัดทั่วประเทศ

กลุ่มเป้าหมายหลักของ TURBO คือกลุ่มลูกค้าที่เข้าถึงบริการทางการเงินของธนาคารทั่วไป (Underbanked customers) บนความเชื่อมั่นที่ว่าทุกคนต้องได้รับโอกาสที่จะเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่น่าเชื่อถือ มีความเหมาะสมผล และเข้าใจถึงวิถีชีวิตของคนในชุมชนอย่างแท้จริง

ปี 2019 TURBO เป็นหนึ่งในผู้ร่วมจัดตั้งสมาคมการค้าธุรกิจผู้ประกอบธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถ (Vehicle Title Loan Trade Association : VLTA) เพื่อสร้างมาตรฐานและความโปร่งใสในการประกอบสินเชื่อที่มีทะเบียนรถ ต่อมาในปี 2022 TURBO เพิ่มทุนจดทะเบียน โดยออกหุ้นสามัญให้กับบริษัท กลสิกร วิชั่น จำกัด (บริษัทในกลุ่มธนาคารกลสิกรไทย) และเซ็นสัญญาร่วมเป็นพันธมิตรเชิงกลยุทธ์กับ บริษัทเมืองไทยประกันชีวิต จำกัด (มหาชน) สำหรับธุรกิจนายหน้าประกันชีวิต

ปี 2023 TURBO แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน จำกัด และ TRIS Rating ได้เริ่มจัดอันดับเครดิตของบริษัท ที่ระดับ “BBB-” ด้วยแนวโน้มเครดิต “คงที่” (Stable) ซึ่งทำให้ TURBO สามารถระดมทุนหุ้นกู้เป็นวงกว้างได้นอกเหนือจากสินเชื่อธนาคารพาณิชย์

แนวโน้มอุตสาหกรรม – ยังเติบโตประมาณ 10% ต่อปี

จากข้อมูลที่เรารวบรวมจากผู้ประกอบการ ATL รายใหญ่ตั้งแต่ปี 2011 พบว่าอุตสาหกรรมมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยขยายตัวเฉลี่ย 32% ต่อปีในช่วง 14 ปีที่ผ่านมา จากสินเชื่อ 1.1 หมื่นล้านบาทในปี 2011 สู่ 4.2 แสนล้านบาทในปี 2024 จากการเติบโตแข็งแกร่งในอดีตและขนาดฐานสินเชื่อที่ขยายตัวอย่างมีนัยสำคัญ เราคาดว่าอุตสาหกรรมจะเติบโตในอัตราที่ชะลอลงมาที่ประมาณ 10% ต่อปีในช่วงปี 2025–2027 อย่างไรก็ตาม การเติบโตที่ 10% ต่อปียังคงสูงกว่าการเติบโตของสินเชื่อธนาคารที่เพียง 0–2% เท่านั้น เราเชื่อว่าปัจจัยหนุนของอุตสาหกรรมยังคงแข็งแกร่งสำหรับ ATL ในระยะถัดไปดังต่อไปนี้

ปัจจัยหนุนแรกสำหรับ ATL: ฐานลูกค้า Underbanked ที่มีขนาดใหญ่

เรามองว่าปัจจัยหนุนสำคัญอันดับแรกของสินเชื่อทะเบียนรถ (ATL) มาจากจำนวนประชากรกลุ่ม Underbanked ที่มีขนาดใหญ่มากในประเทศไทย จากการสำรวจของสำนักงานสถิติแห่งชาติ (NSO) พบว่าเกือบ 90% ของครัวเรือนไทย มีรายได้ต่อเดือนต่ำกว่า 50,000 บาท อีกทั้งแรงงานไทยประมาณ 55% ไม่มีรายได้ที่พิสูจน์ได้และอยู่นอกระบบประกันสังคม

ปัจจัยหนุนที่สอง: ข้อจำกัดในการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์

โดยปกติการกู้ยืมเงินจากธนาคารจะต้องมีเอกสารยืนยันรายได้ เพื่อใช้พิจารณาสินเชื่อแบบผ่อนชำระ แต่ลูกค้ากลุ่ม Underbanked ส่วนใหญ่ไม่สามารถแสดงหลักฐานรายได้ดังกล่าวได้ นอกจากนี้ ลูกค้ากลุ่มนี้ยังมักต้องการวงเงินกู้ขนาดเล็ก (ประมาณ 10,000–200,000 บาท) และกระจายตัวอยู่ในพื้นที่ต่างจังหวัดห่างไกล ซึ่งทำให้การปล่อยกู้วงเงินขนาดเล็กและมีความต้องการสินเชื่อกระจายเช่นนี้ ไม่คุ้มค่าทางเศรษฐกิจสำหรับธนาคารพาณิชย์ที่จะให้บริการ รวมไปถึงการลงทุนบุคลากรที่มีประสิทธิภาพและการสนับสนุนจากโครงสร้างพื้นฐานด้านไอทีที่แข็งแกร่ง ซึ่งถือเป็นต้นทุนการลงทุนสูง ที่ธนาคารพาณิชย์อาจไม่ต้องการลงทุน

ปัจจัยหนุนที่สาม: ขนาดตลาดที่มีศักยภาพสูงของสินเชื่อทะเบียนรถ (ATL)

เราประเมินว่าตลาดที่สามารถเป็นไปได้อาจสินเชื่อทะเบียนรถ (Addressable Market Size) มีมูลค่าประมาณ 1.43 ล้านล้านบาท เมื่อเทียบกับขนาดตลาดปัจจุบันที่ราว 0.5 ล้านล้านบาท ซึ่งสะท้อนถึง โอกาสในการขยายตัวเพิ่มเติมอย่างมีนัยสำคัญ

การฟื้นตัวของราคารถยนต์มือสองช่วยลดต้นทุนเครดิตและผลขาดทุนจากการยึดทรัพย์

ด้วยสถานการณ์ราคารถยนต์มือสองเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ ไตรมาส 4/2024 โดยกลับมาเป็นบวกเมื่อเทียบกับปีก่อน ประมาณ 10% y-y จากปัจจัยด้านอุปสงค์และอุปทานที่มีความสมดุลมากขึ้น ดังนั้น ภายใต้การฟื้นตัวของราคารถยนต์มือสอง เราคาดว่าต้นทุนเครดิต (Credit Cost) ของผู้ประกอบการสินเชื่อทะเบียนรถ รวมถึงผลขาดทุนที่ยึดในการขายทอดตลาดจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงปี 2025–2027E

เรามองว่าการสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืนของอุตสาหกรรมนี้ต้องอาศัยคุณสมบัติหลายด้าน ได้แก่ 1) เครือข่ายสาขาที่ครอบคลุมกว้างขวาง เพื่อรองรับสินเชื่อขนาดเล็กที่กระจายตัวอยู่ในพื้นที่ต่างจังหวัดห่างไกล; 2) ระบบการติดตามหนี้ (Collection System) ที่แข็งแกร่ง ครอบคลุมพื้นที่กว้างใหญ่ โดยใช้ทั้งบุคลากรและโครงสร้างพื้นฐานด้าน IT ที่สนับสนุนได้จริง; 3) การควบคุมต้นทุนค่าใช้จ่ายที่เข้มงวด (ซึ่งอาจมีความสำคัญยิ่งกว่าต้นทุนเครดิต); 4) การควบคุมระบบอนุมัติสินเชื่อ ที่มีลักษณะกระจายศูนย์สูง เพื่อป้องกันความเสี่ยงด้านคุณภาพสินเชื่อ

ประเด็นการลงทุน และกลยุทธ์การเติบโต

TURBO มีแผนกลยุทธ์การเติบโต 4 ด้านหลักๆ ดังนี้ 1) Build 'TURBO' brand สร้างแบรนด์ "TURBO"; 2) Build Technology infrastructure สร้างโครงสร้างพื้นฐานด้านเทคโนโลยี รวมถึงการนำ AI มาใช้เพื่อยกระดับประสิทธิภาพการทำงานของบุคลากร; 3) Build convenience สร้างความสะดวกสบาย; 4) Build product choices สร้างความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ รวมถึงการขยายผลิตภัณฑ์ประกันภัยร่วมกับบริษัทประกันชั้นนำ 13 รายภายในปี 2027 (จากปัจจุบัน 6 ราย)

จากกลยุทธ์การเติบโตทั้งหมด เราคาดว่า TURBO จะสามารถขยายพอร์ตสินเชื่อได้เฉลี่ย 12.3% ต่อปี และสร้างรายได้จากธุรกิจนายหน้าประกันภัยเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 13% ต่อปี ซึ่งสูงกว่าประมาณการการเติบโตของอุตสาหกรรมโดยรวมที่ 10% ต่อปี

โครงสร้างพื้นฐานด้าน IT (IT Infrastructure)

ในฐานะผู้เล่นรายใหม่ในธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถ (ก่อตั้งในปี 2017) ที่มีลักษณะคล้ายบริษัทสตาร์ทอัพ เรา มองว่า TURBO ได้ลงทุนอย่างจริงจังในโครงสร้างพื้นฐานด้าน IT เพื่อเร่งกระบวนการดำเนินธุรกิจให้ทัดเทียมคู่แข่งและสร้างความแตกต่างจากคู่แข่งในตลาด

ณ เดือนมิถุนายน 2025 TURBO มีพนักงานฝ่าย IT และฝ่ายข้อมูลและแพลตฟอร์ม จำนวน 95 คน คิดเป็น 32.3% ของจำนวนพนักงานสำนักงานใหญ่ทั้งหมด ซึ่งถือเป็นสัดส่วนที่สูงมากเมื่อเทียบกับมาตรฐานอุตสาหกรรมสินเชื่อทะเบียนรถ

ด้วยการลงทุนพัฒนาระบบ IT ภายในองค์กร (In-house IT Investment) ทำให้ระบบซอฟต์แวร์ของ TURBO สามารถปรับแต่งเฉพาะ (Customized) เพื่อตอบสนองต่อการดำเนินธุรกิจโดยตรง ควบคุมต้นทุนได้ดีกว่าการจ้าง Outsource เราจึงเชื่อว่าสิ่งเหล่านี้ทำให้ TURBO มีความคล่องตัวสูงขึ้น (Agility) เพื่อปรับตัวตามพลวัตของตลาดสินเชื่อทะเบียนรถได้อย่างรวดเร็ว

เติบโตของสินเชื่อกับทั้งสาขาเดิมและการขยายสาขาใหม่

เราคาดว่า TURBO จะมีการเติบโตของพอร์ตสินเชื่อเฉลี่ย 12.3% ต่อปี ในช่วงปี 2025–2027 ซึ่งสูงกว่าประมาณการการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ 10% ต่อปี เราเชื่อว่าการเติบโตที่เหนือกว่าตลาดของ TURBO ได้แรงสนับสนุนหลักจากทั้ง การเติบโตของสาขาเดิม (Existing Branches) ที่ยังคงเพิ่มประสิทธิภาพ และการขยายสาขาใหม่ (New Branches Expansion) ที่ช่วยขยายฐานลูกค้าเพิ่มเติม

ณ ไตรมาส 2/2025 เกือบ 2 ใน 3 ของสาขา TURBO มีอายุน้อยกว่า 5 ปี ซึ่งสะท้อนว่าส่วนใหญ่ของสาขาทั้งหมด ยังอยู่ในช่วง Young Stage และมีศักยภาพที่จะสร้างการเติบโตของปริมาณสินเชื่อผ่าน SSSG ที่สูงในอนาคตอันใกล้

สำหรับแผนการขยายสาขา (Branch Expansion Plan) ณ เดือนมิถุนายน 2025 TURBO มีเครือข่ายสาขาจำนวน 996 สาขา สำหรับแผนในอนาคต เราคาดว่า TURBO จะขยายจำนวนสาขาเป็น 1,100 / 1,200 และ 1,300 สาขา ภายในสิ้นปี 2025 / 2026 และ 2027 ตามลำดับ เรามองว่าการขยายสาขาของ TURBO จะได้รับการสนับสนุนโดย ระบบ Data Analytics ขนาดใหญ่ ที่สามารถวิเคราะห์ได้ทั้งข้อมูลเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ

Operating Leverage ที่แข็งแกร่งขึ้น พร้อม Cost-to-Income Ratio ที่ลดลงสู่ 52.2% ภายในปี 2027

ด้วยการที่ TURBO มุ่งลงทุนด้าน โครงสร้างพื้นฐาน IT เพื่อยกระดับผลิตภาพธุรกิจ เรามองว่าการเปลี่ยนแปลงด้านประสิทธิภาพต้นทุน (Cost Efficiency) จะเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่สามารถส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของ TURBO ได้อย่างมีนัยสำคัญในช่วง 3 ปีข้างหน้า

เราคาดว่า TURBO จะสามารถสร้าง Operating Leverage ที่สูงขึ้น และทำให้ อัตราส่วน Cost-to-Income ลดลงสู่ 52.2% ภายในปี 2027 จาก 64.2% ในปี 2024

โดยเมื่อเปรียบเทียบการขยายตัวของรายได้จากธุรกิจสินเชื่อและนายหน้าประกันภัยที่คาดว่าจะเติบโตแข็งแกร่งและมากกว่า เมื่อเทียบกับการเติบโตของค่าใช้จ่ายดำเนินงาน (OPEX) ที่อยู่ในระดับไม่สูงมากจากค่าใช้จ่ายบุคลากร (ได้แรงสนับสนุนจากระบบ IT Infrastructure), ค่าเสื่อมราคา (Depreciation Expenses) สำหรับเครือข่ายสาขาและระบบ IT, และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ (เช่น IT, ค่าทำการตลาด และผลจากขาดทุนจากการยืมตรง) ในปี 2025-27, เราคาดว่ารายได้รวม (จากทั้งสินเชื่อและนายหน้าประกันภัย) คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย CAGR 12% ซึ่งจะสูงกว่าค่าใช้จ่ายดำเนินงาน (OPEX) คาดว่าจะเติบโตเพียง CAGR 5%

ปัจจัยหลักที่ช่วยควบคุมการเติบโตของ OPEX ได้แก่ ต้นทุนการขยายสาขาที่เหมาะสม ให้สอดคล้องกับความต้องการในพื้นที่, การควบคุมค่าใช้จ่ายที่สำนักงานใหญ่ ด้วยการใช้ เทคโนโลยีแพลตฟอร์มและ AI เพื่อยกระดับผลิตภาพธุรกิจ เราจึงคาดว่าจำนวนพนักงานของสำนักงานใหญ่จะทรงตัว

คุณภาพสินทรัพย์ และการบริหารความเสี่ยง

สำหรับ TURBO บริษัทได้พัฒนาระบบบริหารความเสี่ยง (Risk Management) อย่างจริงจัง โดยได้รับแรงสนับสนุนจาก การลงทุนด้าน IT อย่างต่อเนื่อง เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเชิงลึก (Data Analytics) ได้แก่: Credit Scoring Model, Dashboard, ระบบติดตามหนี้และดำเนินคดี ฐานข้อมูลลูกค้าและหลักประกันที่ครอบคลุม และอัปเดตอย่างต่อเนื่อง เพื่อปรับนโยบาย LTV ให้สอดคล้องกับสภาวะตลาด

ด้วยโมเดลที่มีประสิทธิภาพและนโยบายการตัดหนี้สูญ (NPL Write-off Policy) ที่เหมาะสม ประกอบกับสภาพแวดล้อมเศรษฐกิจมหภาคที่เอื้ออำนวยมากขึ้น เรามองว่า Credit Cost 6.83% และ NPL Ratio 4.2% ในปี 2024 น่าจะเป็นจุดสูงสุด (Peak) ของทั้งสองตัวเลข และเป็นจุดต่ำสุด (Bottom) ของคุณภาพสินทรัพย์ของ TURBO โดยเราคาดว่าคุณภาพสินทรัพย์จะทยอยฟื้นตัวในช่วง 2025–2027 เราคาดว่า Credit Cost จะปรับลดลงสู่ 4.4–5.4% และคาดว่า NPL Ratio จะลดลงสู่ 3.8–4.0%

สำหรับ 6M25 TURBO แสดงสัญญาณฟื้นตัว โดยมี Credit Cost ลดลงสู่ 5.6% จาก 6.4% ใน 6M24 ได้แรงหนุนจาก เศรษฐกิจมหภาคที่ดีขึ้น และ ราคารถยนต์มือสองที่ปรับตัวสูงขึ้น y-y

ไฮไลต์ทางการเงิน และคาดการณ์ผลประกอบการ

เราคาดว่า TURBO จะพลิกฟื้นผลประกอบการจากกำไรสุทธิ 142 ล้านบาทในปี 2024 สู่ 462 ล้านบาทในปี 2025 และต่อเนื่องเป็น 666 ล้านบาท และ 853 ล้านบาทในปี 2026–2027 ตามลำดับ ซึ่งสะท้อน อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (Earnings CAGR) ที่ 82% ในช่วง 3 ปี

เรามองว่าปัจจัยหลักที่ผลักดันการพลิกฟื้นของกำไรสุทธิ TURBO ได้แก่: 1) คุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้น จากการลดลงของ Credit Cost และ NPL Ratio; 2) อัตราส่วน Cost-to-Income ที่ลดลง ตามการควบคุมต้นทุนในการขยายสาขาใหม่และการลงทุนด้าน IT รวมถึงการลดลงของผลขาดทุนทรัพย์สินรอการขาย (Foreclosed Properties); 3) การขยายตัวของ NIM จาก Loan Yield ที่ทรงตัวและต้นทุนทางการเงิน (Cost of Funds) ที่ลดลง; 4) การเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่ง ที่ CAGR รวบรวม 12.3% ในช่วงปี 2025–2027; และ 5) รายได้จากธุรกิจนายหน้าประกันภัย ที่เติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปีในช่วง 2025–2027

จากการฟื้นตัวของกำไรสุทธิ เราคาดว่า ROE ของ TURBO จะกลับมาอยู่ในช่วง 14–18% สำหรับปี 2025–2027 (ค่าเฉลี่ยรวม 16%) เทียบกับเพียง 5.5% ในปี 2023–2024 ซึ่งเป็นช่วงต่ำสุดจากปัญหาคุณภาพสินทรัพย์ และใกล้เคียงกับระดับ 20–26% ในปี 2021–2022 ซึ่งสะท้อนการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัท

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินมูลค่ายุติธรรมของ TURBO โดยใช้วิธีการประเมิน 2 แนวทาง ได้แก่ P/BV Multiples (1.24x) และ P/E Multiples (9.0x) ซึ่งเรามองว่าการใช้วิธีการผสมผสานกันจะสะท้อนมูลค่าของ TURBO ได้อย่างเหมาะสม ทั้งจากศักยภาพการทำการค้าที่แข็งแกร่ง (ผ่าน P/E) และ ประโยชน์จาก Leverage ที่ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สูง (ผ่าน P/BV)

โดยการประเมินมูลค่าของเราอ้างอิงกำไรสุทธิปี 2026 เพื่อสะท้อนถึงการฟื้นตัวของธุรกิจอย่างเต็มรูปแบบ และโมเมนตัมการเติบโตหลังจากช่วงราคาขายรถยนต์มือสองที่อยู่ในระดับต่ำ (ปี 2023–2024)

เมื่อเฉลี่ยผลลัพธ์จากทั้งสองวิธี เราประเมินมูลค่ายุติธรรมที่ 2.10 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นมูลค่าตลาด (Market Cap) 5.69 พันล้านบาท โดยการประเมินนี้อยู่บนฐาน Post-money Basis

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

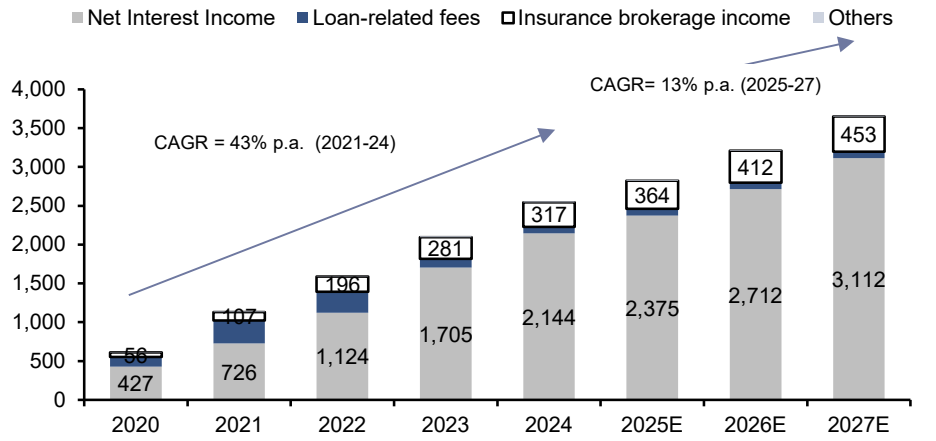
ความเสี่ยงหลักของ TURBO ได้แก่ ความเสี่ยงในอุตสาหกรรม ด้านคุณภาพสินทรัพย์อาจด้อยลงจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอ การแข่งขันที่รุนแรง ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ทั้งเพดานดอกเบี้ย และการจำกัดกิจกรรมการขายและบริการทางการเงินที่เกินความจำเป็น ความเสี่ยงด้านธุรกิจและการดำเนินงาน จากการขยายตัวต่ำกว่าที่คาด ความเสี่ยงด้านการกระจุกตัวและขาดทุนจากทรัพย์สินรอการขาย ความเสี่ยงจากการที่อันดับความน่าเชื่อถือทางเครดิต ความเสี่ยงจากการจัดหาเงินลงทุน และสภาพคล่องสำหรับการขยายสินเชื่อ ความเสี่ยงจาก Cloud Computing Platforms

แนวโน้มอุตสาหกรรม – ยังเติบโตประมาณ 10% ต่อปี

บริษัท เงินเทอร์โบ จำกัด (มหาชน) หรือ TURBO มีธุรกิจหลัก 2 ประเภท ได้แก่ ธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถ และ ธุรกิจนายหน้าประกันภัย โดยในปี 2024 ธุรกิจปล่อยสินเชื่อมีสัดส่วนรายได้ประมาณ 84% ของรายได้รวม ขณะที่ธุรกิจนายหน้าประกันภัยมีสัดส่วนประมาณ 13% ของรายได้รวม นับตั้งแต่ปี 2020 เป็นต้นมา ทั้งสองธุรกิจของ TURBO เติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) อยู่ที่ประมาณ 43% ต่อปี

Exhibit 1: TURBO's top line growth

(THB m)



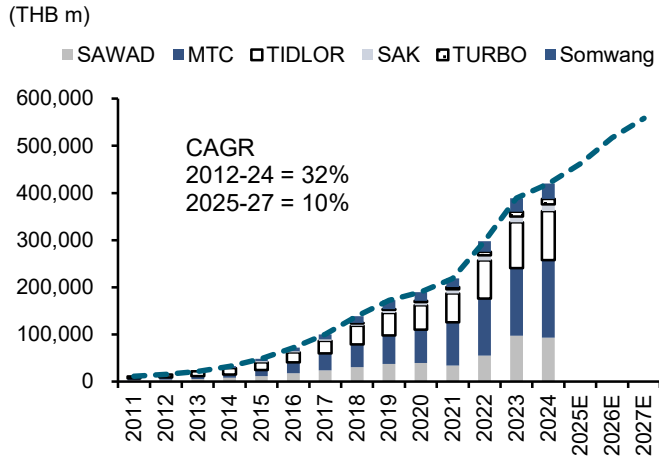
Sources: TURBO, FSSIA estimates

อุตสาหกรรมสินเชื่อทะเบียนรถ – ฐานใหญ่ แต่ยังคงมีการเติบโตภายใต้ปัจจัยหนุน

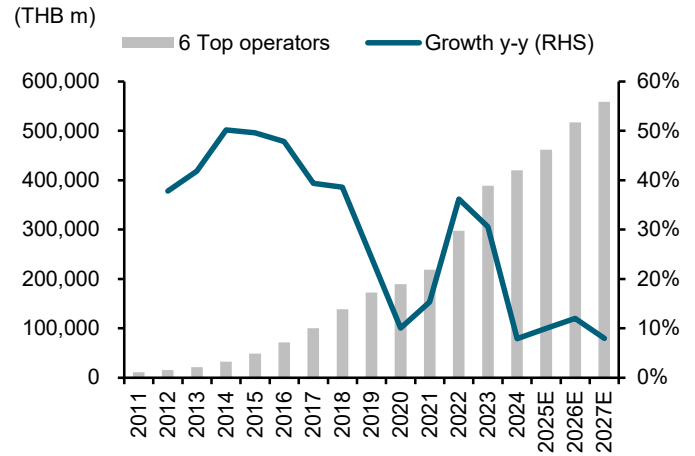
ธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถของ TURBO (การใช้เล่มทะเบียนรถเป็นหลักประกัน ขณะที่ผู้กู้ยังคงครอบครองและใช้งานรถได้ตามปกติ) มักตอบสนองความต้องการทางการเงินของครัวเรือนรายได้น้อยในหลายรูปแบบ เช่น เงินทุนหมุนเวียนสำหรับผู้ประกอบอาชีพอิสระและเกษตรกร หรือเงินสำรองฉุกเฉินสำหรับครัวเรือนที่มีรายได้ไม่สม่ำเสมอ โดยสินเชื่อประเภทนี้มักไม่ได้รับการปล่อยกู้จากธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากลูกค้ากลุ่มนี้มีประวัติรายได้ที่ไม่ชัดเจน ไม่มีประวัติเครดิตในเครดิตบูโร (NCB) และมักอาศัยอยู่กระจุกกระจายในพื้นที่ห่างไกล เราสามารถเรียกกลุ่มนี้ได้ว่า “ลูกค้าที่ไม่เข้าถึงระบบธนาคาร (Underbanked Customers)”

นอกเหนือจากสินเชื่อทะเบียนรถ (Auto Title Loans: ATL) แหล่งเงินทุนทางเลือกของครัวเรือนกลุ่ม Underbanked ก็จะเป็นเงินกู้นอกระบบ ซึ่งมีความเอารัดเอาเปรียบ การทวงถามหนี้ที่ไม่เป็นธรรมและคิดดอกเบี้ยสูงมาก (50%+ ต่อปี) จากการสำรวจของธนาคารกรุงไทยร่วมกับจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย พบว่าหนี้ครัวเรือนรวมถึงหนี้นอกระบบมีมูลค่าสูงถึง 104% ของ GDP ไทย เมื่อเทียบกับข้อมูลทางการที่แสดงหนี้ครัวเรือนอยู่ที่ 88% ของ GDP (จากธนาคารแห่งประเทศไทย) นั่นหมายความว่าหนี้นอกระบบหรือ “loan shark” ในไทยอาจมีขนาดสูงถึง 2.9 ล้านล้านบาท ทางรัฐบาลพยายามอย่างต่อเนื่องในการลดหนี้นอกระบบเพื่อสร้างความเป็นธรรมและความสงบให้กับสังคม ขยายการเข้าถึงบริการทางการเงิน และส่งเสริมความเป็นธรรมทางการเงิน เรามองว่า ATL เป็นเสมือนสะพานเชื่อม ที่ช่วยให้กลุ่ม Underbanked ค่อย ๆ เคลื่อนย้ายออกจากหนี้นอกระบบ ไปสู่ระบบการเงินที่มีมาตรฐานและยกระดับคุณภาพชีวิต

จากข้อมูลที่เรารวบรวมจากผู้ประกอบการ ATL รายใหญ่ตั้งแต่ปี 2011 พบว่าอุตสาหกรรมมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยขยายตัวเฉลี่ย 32% ต่อปีในช่วง 14 ปีที่ผ่านมา จากสินเชื่อ 1.1 หมื่นล้านบาทในปี 2011 สู่ 4.2 แสนล้านบาทในปี 2024 จากการเติบโตแข็งแกร่งในอดีตและขนาดฐานสินเชื่อที่ขยายตัวอย่างมีนัยสำคัญ เราคาดว่าอุตสาหกรรมจะเติบโตในอัตราที่ชะลอลงมาที่ประมาณ 10% ต่อปีในช่วงปี 2025–2027 อย่างไรก็ตาม การเติบโตที่ 10% ต่อปียังคงสูงกว่าการเติบโตของสินเชื่อธนาคารที่เพียง 0–2% เท่านั้น เราเชื่อว่าปัจจัยหนุนของอุตสาหกรรมยังคงแข็งแกร่งสำหรับ ATL ในระยะถัดไปดังต่อไปนี้

Exhibit 2: Total gross loans among major 6 auto title lenders – at THB420b combined as of 2024

Sources: Company data, FSSIA estimates

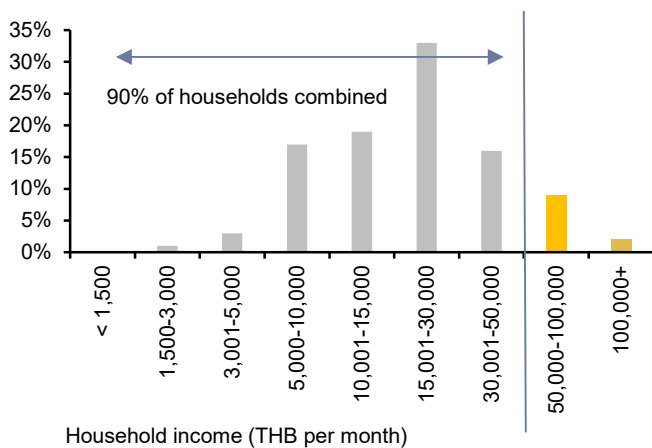
Exhibit 3: The boom cycle for auto title lenders was during 2014-2018. We expect growth of 10% p.a. for 2025-27

Sources: Company data, FSSIA estimates

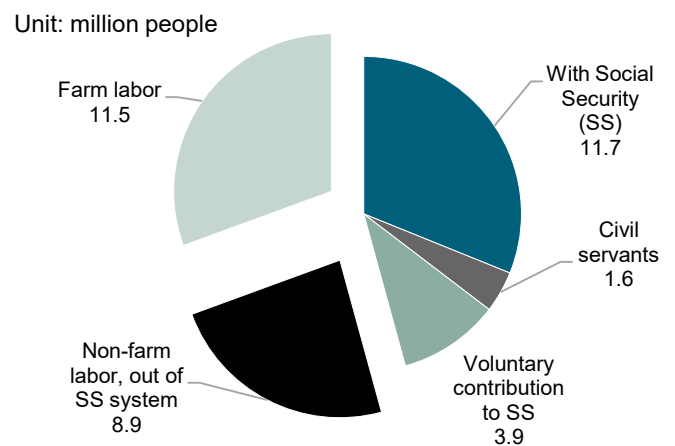
ปัจจัยหนุนแรกสำหรับ ATL: ฐานลูกค้า Underbanked ที่มีขนาดใหญ่

เรามองว่าปัจจัยหนุนสำคัญอันดับแรกของสินเชื่อทะเบียนรถ (ATL) มาจากจำนวนประชากรกลุ่ม Underbanked ที่มีขนาดใหญ่มากในประเทศไทย จากการสำรวจของสำนักงานสถิติแห่งชาติ (NSO) พบว่าเกือบ 90% ของครัวเรือนไทย มีรายได้ต่อเดือนต่ำกว่า 50,000 บาท อีกทั้งแรงงานไทยประมาณ 55% ไม่มีรายได้ที่พิสูจน์ได้และอยู่นอกระบบประกันสังคม

กระทรวงการคลังประเมินว่า มีครัวเรือน 1.34 ล้านครัวเรือน ที่ไม่สามารถเข้าถึงบริการธนาคาร และอีกประมาณ 0.6 ล้านครัวเรือน มีหนี้สินอยู่ในเงินกู้นอกระบบ เมื่อประกอบกับการประเมินว่ามูลหนี้ในระบบมีขนาดมากกว่า 2 ล้านล้านบาท สิ่งนี้สะท้อนถึง ศักยภาพความต้องการสินเชื่อทะเบียนรถ (ATL) ที่สูงมาก ในฐานะทางเลือกเพื่อทดแทนการกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนที่ไม่เป็นธรรม

Exhibit 4: Long-tail for underbanked population in Thailand

Sources: National Statistics Office (NSO), FSSIA estimates

Exhibit 5: 55% of labour force are under non-conventional employment

Sources: NSO, FSSIA estimates

ปัจจัยหนุนที่สอง: ข้อจำกัดในการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์

โดยปกติการกู้ยืมเงินจากธนาคารจะต้องมี เอกสารยืนยันรายได้ เพื่อใช้พิจารณาสินเชื่อแบบผ่อนชำระ แต่ลูกค้ากลุ่ม Underbanked ส่วนใหญ่ไม่สามารถแสดงหลักฐานรายได้ดังกล่าวได้ นอกจากนี้ ลูกค้ากลุ่มนี้ยังมักต้องการวงเงินกู้ขนาดเล็ก (ประมาณ 10,000–200,000 บาท) และกระจายตัวอยู่ในพื้นที่ต่างจังหวัดห่างไกล ซึ่งทำให้การปล่อยกู้วงเงินขนาดเล็กและมีความต้องการสินเชื่อกระจุกกระจายเช่นนี้ ไม่คุ้มค่าทางเศรษฐกิจสำหรับธนาคารพาณิชย์ที่จะให้บริการ

การเข้าถึงความต้องการสินเชื่อที่กระจายตัวเหล่านี้จำเป็นต้องอาศัยเครือข่ายสาขาจำนวนมาก (มากกว่า 1,000 สาขา) เพื่อรองรับทั้งกระบวนการปล่อยกู้และการติดตามหนี้ในพื้นที่ ซึ่งยังต้องการบุคลากรที่มีประสบการณ์และการสนับสนุนจากโครงสร้างพื้นฐานด้านไอทีที่แข็งแกร่ง ซึ่งถือเป็นต้นทุนการลงทุนสูง ที่ธนาคารพาณิชย์อาจไม่ต้องการลงทุน ยิ่งไปกว่านั้น การประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตสำหรับลูกค้ากลุ่ม Underbanked ถือเป็น ความท้าทายสำคัญสำหรับธนาคาร ที่ใช้โมเดลการปล่อยกู้แบบดั้งเดิม

ปัจจัยหนุนที่สาม: ขนาดตลาดที่มีศักยภาพสูงของสินเชื่อทะเบียนรถ (ATL)

เราประเมินว่าตลาดที่สามารถเป็นไปได้ของสินเชื่อทะเบียนรถ (Addressable Market Size) มีมูลค่าประมาณ 1.43 ล้านล้านบาท เมื่อเทียบกับขนาดตลาดปัจจุบันที่ราว 0.5 ล้านล้านบาท ซึ่งสะท้อนถึง โอกาสในการขยายตัวเพิ่มเติมอย่างมีนัยสำคัญ

โดยเราประเมินตลาดศักยภาพดังต่อไปนี้

(1) สัดส่วนยานพาหนะที่มีสิทธิ์นำมาใช้ค้ำประกัน (Eligible Vehicles)

ผู้กู้ต้องเป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์รถ 100% จึงจะสามารถขอสินเชื่อทะเบียนรถได้ กล่าวคือ สัญญาเช่าซื้อ (Hire-Purchase) ต้องชำระครบถ้วน โดยทั่วไปสัญญาเช่าซื้อรถยนต์หรือรถกระบะมีอายุประมาณ 4 ปี ขณะที่อายุการใช้งานเฉลี่ยอยู่ที่ 12 ปี ซึ่งหมายถึงผู้กู้จะถือครองรถยนต์โดยปลอดภาระหนี้ราว 8 ปี คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 67% ของจำนวนรถยนต์ทั้งหมด ที่มีสิทธิ์นำมาขอสินเชื่อ

ในทำนองเดียวกัน สำหรับรถจักรยานยนต์ที่มีสัญญาเช่าซื้อเฉลี่ย 3 ปี เทียบกับอายุการใช้งานเฉลี่ย 9 ปี สัดส่วนรถจักรยานยนต์ที่มีสิทธิ์ค้ำประกันก็อยู่ที่ประมาณ 67% เช่นกัน รวมแล้วเราคาดว่ายานพาหนะราว 67% ของทั้งระบบ จะมีสิทธิ์ถูกนำมาใช้เป็นหลักประกันสำหรับสินเชื่อทะเบียนรถ

(2) สัดส่วนครัวเรือนที่มีความต้องการสภาพคล่อง (Potential Demand for Liquidity)

เราพิจารณาต่อถึงกลุ่มครัวเรือนที่มีความจำเป็นต้องการเงินทุนเสริม ตามการสำรวจของสำนักงานสถิติแห่งชาติ (NSO) เกี่ยวกับครัวเรือนตามมูลค่ายานพาหนะ เราคาดว่า เจ้าของรถที่มีมูลค่า 10,000–300,000 บาท จะเป็นกลุ่มหลักในการขอสินเชื่อ ซึ่งสอดคล้องกับวงเงินสินเชื่อที่ผู้ประกอบการรายใหญ่ เช่น TIDLOR, MTC, SAWAD และ TURBO สำหรับลูกค้ารายย่อย ในขณะที่เจ้าของรถที่มีมูลค่ามากกว่า 300,000 บาท มักจะเลือกขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์แทน โดยกลุ่มที่อยู่ในช่วงมูลค่ารถ 10,000–300,000 บาท คิดเป็นประมาณ 62% ของครัวเรือนทั้งหมดในประเทศไทย

(3) การประเมินตลาดรวม (Market Size Estimation)

เมื่อรวมปัจจัยทั้งสอง (รถที่มีสิทธิ์ 67% และครัวเรือนที่มีความต้องการสภาพคล่อง 62%) เราประเมินว่าตลาดสินเชื่อทะเบียนรถที่สามารถเข้าถึงได้มีจำนวนยานพาหนะประมาณ 18.24 ล้านคัน แบ่งเป็น รถยนต์นั่งส่วนบุคคล: 5.07 ล้านคัน รถกระบะ: 2.95 ล้านคัน รถจักรยานยนต์: 9.47 ล้านคัน รถแทรกเตอร์และรถบรรทุก: 0.75 ล้านคัน

Exhibit 6: Estimation of addressable market for auto title loans – we expect around THB1.43trn

Nationwide (As of 2024)	Total registration (million units)	Estimated ownership (67%) (million units)	----- Potential demand (applying THB10,000-300,000 range, 62%) ----- (million units)	(THB m)
Sedan	12.20	8.17	5.07	760,182
Pickup truck	7.10	4.76	2.95	442,401
Motorcycle	22.80	15.28	9.47	113,653
Tractor	0.60	0.40	0.25	37,386
Truck	1.20	0.80	0.50	74,772
Total	43.90	29.41	18.24	1,428,394

Sources: National Statistics Office (NSO), Department of Land Transport, FSSIA estimates

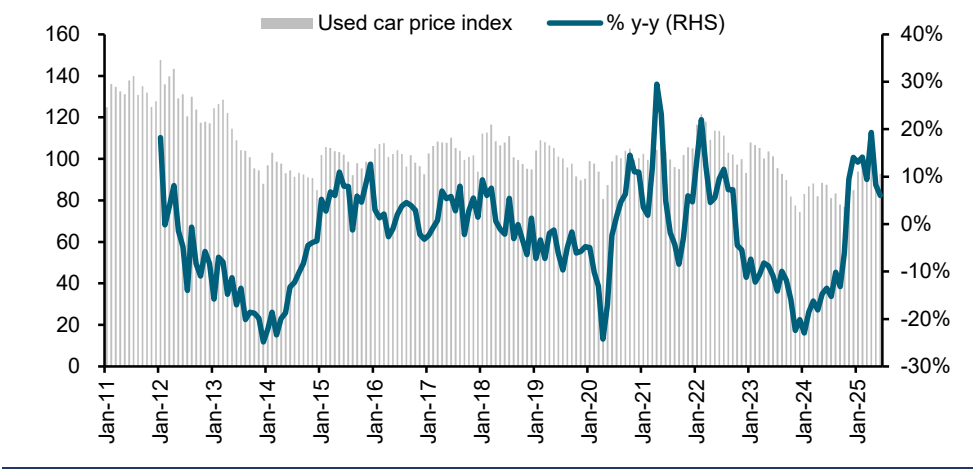
ด้านมูลค่า เราสมมติขนาดวงเงินกู้เฉลี่ย 12,000 บาทต่อคัน สำหรับรถจักรยานยนต์ และ 150,000 บาทต่อคัน สำหรับรถกระบะและแทรกเตอร์ ส่งผลให้ตลาดมีศักยภาพรวมราว 1.43 ล้านล้านบาท ทั้งนี้ ศักยภาพของตลาดอาจสูงกว่นี้ถึง 1.5–1.6 ล้านล้านบาท หากพิจารณาช่วงอายุการใช้งานยานพาหนะที่นานขึ้น โดยเฉพาะในต่างจังหวัด และนโยบายวงเงินกู้ต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) ที่เพิ่มขึ้นจากผู้ประกอบการ

การฟื้นตัวของราคารถยนต์มือสองช่วยลดต้นทุนเครดิตและผลขาดทุนจากการยึดทรัพย์

โดยทั่วไป อัตราส่วนสินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (Loan-to-Value: LTV) ของผู้ประกอบการสินเชื่อทะเบียนรถอยู่ที่ประมาณ 50–80% ของมูลค่าหลักประกันหรือราคาขายรถยนต์ในตลาด ซึ่งนโยบาย LTV ดังกล่าวทำหน้าที่เป็น Buffer ด้านการบริหารความเสี่ยง ในกรณีที่ผู้กู้ผิดนัดชำระหนี้และผู้ประกอบการจำเป็นต้องนำรถยนต์ซึ่งเป็นหลักประกันไปขายทอดตลาด ส่วนต่างที่เป็นบวก (Positive Gap) ระหว่างราคาขายจากการประมูลกับมูลค่า LTV จะช่วยจำกัดผลขาดทุนเมื่อเกิดการผิดนัดชำระหนี้ (Loss Given Default: LGD) ให้อยู่ใกล้ศูนย์ ภายใต้สภาวะราคารถยนต์มือสองที่ทรงตัว

อย่างไรก็ตาม ในช่วงปี 2023–2024 ดัชนีราคารถยนต์มือสองปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงเกือบ 30% y-y ต่อเนื่อง 2 ปี สาเหตุหลักมาจาก อุปสงค์ที่อ่อนแอ และ อุปทานส่วนเกิน ซึ่งเกิดจากการยึดรถจำนวนมากของธนาคารและผู้ประกอบการเช่าซื้อรถยนต์

Exhibit 7: Used car price index – turned to positive growth after sharp drop for both 2023-24



Sources: Union Auctions, Bank of Thailand, FSSIA compilation

การปรับตัวลงของราคารถยนต์มือสองในระดับสูงดังกล่าวได้สร้างผลกระทบเชิงลบต่อทั้งธนาคารและผู้ประกอบการสินเชื่อทะเบียนรถในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากทำให้เกิดผลขาดทุนจากการขายทอดตลาดรถยนต์ยึดคืน (Auto Foreclosure) และส่งผลให้ค่า LGD ในโมเดลกันสำรองหนี้สูญสูงขึ้นในเวลาเดียวกัน สุดท้ายแล้วนำไปสู่ต้นทุนเครดิตของการตั้งสำรองหนี้เสีย (Credit Cost) สูงขึ้นของผู้ประกอบการสินเชื่อทะเบียนรถ รวมถึง ค่าใช้จ่ายจากผลขาดทุนถาวรยิ่งในการขายทอดตลาดที่เพิ่มขึ้นซึ่งบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (OPEX) ไปพร้อมๆกัน

สถานการณ์ราคารถยนต์มือสองเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ ไตรมาส 4/2024 โดยกลับมาเป็นบวกเมื่อเทียบกับปีก่อน ประมาณ 10% y-y จากปัจจัยด้านอุปสงค์และอุปทานที่มีความสมดุลมากขึ้น โดยเฉพาะอุปทานรถยนต์มือสองที่ลดลงตามปริมาณการยึดรถ (Auto Foreclosure) ที่ลดลง เรามองว่าตลาดรถยนต์มือสองมีแนวโน้ม เริ่มเข้าสู่ภาวะทรงตัว (Stabilized) ทั้งนี้ ผู้ประกอบการเช่าซื้อรถยนต์ (Auto Hire-Purchase Operators) เลือกใช้วิธีปรับโครงสร้างหนี้ (Loan Restructuring) แทนการยึดรถสำหรับลูกค้าที่มีปัญหา ส่งผลให้ราคารถยนต์มือสองสามารถทรงตัวในระดับที่ดีขึ้นได้

ดังนั้น ภายใต้การฟื้นตัวของราคารถยนต์มือสอง เราคาดว่าต้นทุนเครดิต (Credit Cost) ของผู้ประกอบการสินเชื่อทะเบียนรถ รวมถึงผลขาดทุนระยะยาวในการขายทอดตลาดจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงปี 2025–2027E

กฎระเบียบและการแข่งขัน

อุตสาหกรรมสินเชื่อทะเบียนรถอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ตั้งแต่ปี 2019 โดยข้อกำหนดด้านกฎระเบียบมีความเข้มงวดน้อยกว่าธุรกิจธนาคารพาณิชย์ แต่ผู้ประกอบการยังคงต้องปฏิบัติตามแนวทางด้าน การกำกับดูแลตลาด (Market Conduct) และ การปล่อยสินเชื่ออย่างรับผิดชอบ (Responsible Lending)

ในมุมมองของเรา การกำกับดูแลที่เข้มงวดเกินไปอาจ ผลักดันให้เกิดการก๊วยม่นอกระบบ ซึ่งไม่อยู่ภายใต้การควบคุม ส่งผลให้การเข้าถึงบริการทางการเงิน (Financial Inclusion) ลดลง และก่อให้เกิดผลลัพธ์ที่ไม่พึงประสงค์ต่อกลุ่มประชากรรายได้ต่ำในที่สุด

Exhibit 8: Comparison among major 7 auto title lenders

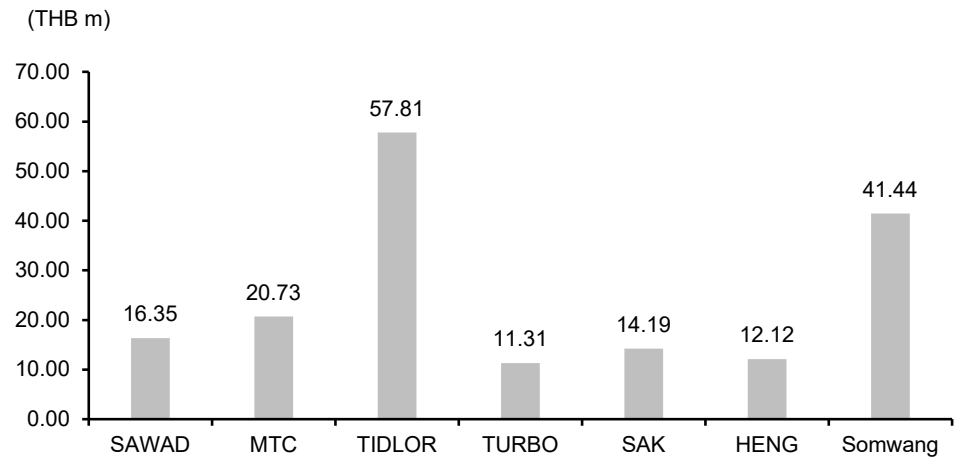
	SAWAD	MTC	TIDLOR	TURBO	SAK	HENG	Somwang
Gross loans (THB m, 2Q25)	94,155	174,807	105,906	11,263	15,306	11,636	33,484
No. of branch (2Q25)	5,760	8,433	1,832	996	1,079	960	808
Coverage	Nationwide	Nationwide	Nationwide	54 provinces	47 provinces	62 provinces	Nationwide
NPL ratio (2Q25)	3.8%	2.6%	1.8%	4.1%	2.7%	8.0%	5.3%

Products	SAWAD	MTC	TIDLOR	TURBO	SAK	HENG	Somwang
Hire-purchase (HP)	√	√	√		√	√	√
Auto title loans (ATL)	√	√	√	√	√	√	√
Unsecured personal loans	√	√			√	√	
Unsecured Nano finance loans		√		√	√	√	
Land title loans	√	√	√	√	√	√	√
Insurance broker	√	√	√	√	√	√	√

Sources: Company data, FSSIA

ในด้านการแข่งขัน อัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรมที่ค่อนข้างสูง (ROA 4-7%) และกฎระเบียบที่ไม่เข้มงวดนัก ยังคงเป็นปัจจัยดึงดูดผู้เล่นรายใหม่เข้าสู่ตลาด ทั้งนี้ ข้อกำหนดด้านกฎระเบียบของสินเชื่อทะเบียนรถยังมีความผ่อนคลายกว่าธุรกิจธนาคารพาณิชย์อย่างมีนัยสำคัญ เช่น ทุนจดทะเบียนขั้นต่ำ 50 ล้านบาท, ได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) โดย ไม่จำเป็นต้องได้รับความเห็นชอบจากกระทรวงการคลัง เหมือนใบอนุญาตธนาคารพาณิชย์

Exhibit 9: Loan per branch (2Q25)



Sources: Company data, FSSIA compilation

เรามองว่าการสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืนของอุตสาหกรรมนี้ต้องอาศัยคุณสมบัติหลายด้าน ได้แก่:

- 1. เครือข่ายสาขาที่ครอบคลุมกว้างขวาง เพื่อรองรับสินเชื่อขนาดเล็กที่กระจายตัวอยู่ในพื้นที่ต่างจังหวัดห่างไกล
- 2. ระบบการติดตามหนี้ (Collection System) ที่แข็งแกร่ง ครอบคลุมพื้นที่กว้างใหญ่ โดยใช้ทั้งบุคลากรและโครงสร้างพื้นฐานด้าน IT ที่สนับสนุนได้จริง
- 3. การควบคุมต้นทุนค่าใช้จ่ายที่เข้มงวด (ซึ่งอาจมีความสำคัญยิ่งกว่าต้นทุนเครดิต)
- 4. การควบคุมระบบอนุมัติสินเชื่อ ที่มีลักษณะกระจายศูนย์สูง เพื่อป้องกันความเสี่ยงด้านคุณภาพสินเชื่อ

ด้วยเหตุนี้ อุตสาหกรรมสินเชื่อทะเบียนรถจึงมีลักษณะตลาดกระจาย (Fragmented Market) โดยมีผู้ประกอบการจำนวนมาก แต่ในเชิงสัดส่วนตลาดกลับมีการกระจุกตัวสูง (Concentrated Market Share) ในมือของเพียงไม่กี่บริษัทเท่านั้น ตามข้อมูลที่เรารวบรวมจากผู้ประกอบการรายใหญ่ 7 ราย พบว่ายอดสินเชื่อรวมอยู่ที่ราว 447,000 ล้านบาท เมื่อเทียบกับยอดสินเชื่อรวมของทั้งอุตสาหกรรมที่ประมาณ 500,000 ล้านบาท

Exhibit 10: TURBO's lending products

	Auto Title Loans (ATL)			Land title loan	Nano finance
	Motorcycle Title Loan	Car Title Loan	Agriculture Vehicle Loan	Land title loan	Nano finance (Unsecured loans)
Customers	Individuals with ownership titles			Individuals with deeds	Individuals, existing client with good payment record
Maximum credit line	THB 100,000	THB 500,000	THB 500,000	THB 500,000	THB 100,000
Regulator/ Related law	Bank of Thailand	Bank of Thailand	Bank of Thailand	Civil and Commercial Code	Bank of Thailand
Loan duration	Up to 36 months	Up to 60 months	Up to 72 months	Up to 84 months	Up to 48 months
Maximum interest rates	24.00%	24.00%	24.00%	15.00%	33.00%
Proportion to total loans (2Q25)		70.3%		9.8%	19.7%

Sources: TURBO, Bank of Thailand (BOT), FSSIA compilation

Exhibit 11: TURBO SWOT's analysis

Strengths	Weaknesses
Young and professional management	High personnel opex
Reach to local areas with insight of borrowing patterns	High volatile customer profile
Advance digitization for future growth	High depreciation expenses
Heavy investment in brand and IT infrastructure	Lower profitability in recent history
Asset backup with small ticket size	Low industry experience compared to other operators
Credit limit up to THB500,000 per person	
Characteristics of startup company – quick learn and go	

Opportunities	Threats
Secular industry growth	Regulatory risk for consumer protection
Strong growth opportunity in insurance brokerage business	Irrational competition in fragmented market
Scalable platform for future expansion	Rising funding cost from money market
Ready for rising digital adoption	Liquidity risk from refinancing or debenture roll-over
Digital platform for cost efficiency	

Source: FSSIA compilation

ประเด็นการลงทุน และกลยุทธ์การเติบโต

TURBO มีแผนกลยุทธ์การเติบโต 4 ด้านหลักๆ ดังนี้

- **Build 'TURBO' brand** สร้างแบรนด์ “TURBO” ให้เป็นตัวเลือกอันดับต้น ๆ ของลูกค้า ผ่านทั้งช่องทางออนไลน์ (เช่น Facebook, TikTok, Line ฯลฯ) และเครือข่ายสาขาจริง โดยตั้งเป้าเพิ่มจำนวนสาขาเป็น 1,475 สาขาภายในปี 2029 โดยมีค่าใช้จ่ายลงทุน (Capex) ต่อสาขาใหม่ราว 350,000 บาท ซึ่งอยู่ในระดับเดียวกับอุตสาหกรรม
- **Build Technology infrastructure** สร้างโครงสร้างพื้นฐานด้านเทคโนโลยี รวมถึงส่งเสริมการนำ AI มาใช้เพื่อยกระดับประสิทธิภาพการทำงานของบุคลากร ลดความผิดพลาดจากการดำเนินงาน เสริมการควบคุมคุณภาพสินทรัพย์ (Asset Quality Control) และยกระดับผลิตภัณฑ์และการบริการให้กับลูกค้า
- **Build convenience** สร้างความสะดวกสบาย ผ่านแอปพลิเคชันมือถือ “Ngermturbo” เพื่อให้ลูกค้าสามารถตรวจสอบสถานะสินเชื่อและวันครบกำหนดชำระได้อย่างง่ายดาย TURBO ยังมีแผนพัฒนาช่องทางออนไลน์สำหรับการขายประกันในอนาคตอันใกล้ นอกจากนี้ TURBO จะมุ่งมั่นพัฒนาเพิ่มความสะดวกในกระบวนการพิจารณาสินเชื่อ (Loan Underwriting) ให้มีคุณภาพและรวดเร็วมากขึ้น
- **Build product choices** สร้างความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ โดยมุ่งพัฒนาผลิตภัณฑ์และบริการทางการเงินใหม่ ๆ สำหรับกลุ่มลูกค้า Underbanked เช่น บริการด้านการเงินดิจิทัล (Digital Finance) ที่สนับสนุนโดยโครงสร้างพื้นฐานด้าน IT รวมถึงการขายผลิตภัณฑ์ประกันภัยร่วมกับบริษัทประกันชั้นนำ 13 รายภายในปี 2027 (จากปัจจุบัน 6 ราย)

จากกลยุทธ์การเติบโตทั้งหมด เราคาดว่า TURBO จะสามารถขยายพอร์ตสินเชื่อได้เฉลี่ย 12.3% ต่อปี และสร้างรายได้จากธุรกิจนายหน้าประกันภัยเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 13% ต่อปี ซึ่งสูงกว่าประมาณการการเติบโตของอุตสาหกรรมโดยรวมที่ 10% ต่อปี

โครงสร้างพื้นฐานด้าน IT (IT Infrastructure)

ในฐานะผู้เล่นรายใหม่ในธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถ (ก่อตั้งในปี 2017) ที่มีลักษณะคล้ายบริษัทสตาร์ทอัพ เรามองว่า TURBO ได้ลงทุนอย่างจริงจังในโครงสร้างพื้นฐานด้าน IT เพื่อเร่งกระบวนการดำเนินธุรกิจให้ทัดเทียมคู่แข่งและสร้างความแตกต่างจากคู่แข่งในตลาด

ณ เดือนมิถุนายน 2025 TURBO มีพนักงานฝ่าย IT และฝ่ายข้อมูลและแพลตฟอร์มรวม จำนวน 95 คน คิดเป็น 32.3% ของจำนวนพนักงานสำนักงานใหญ่ทั้งหมด ซึ่งถือเป็นสัดส่วนที่สูงมากเมื่อเทียบกับมาตรฐานอุตสาหกรรมสินเชื่อทะเบียนรถ

ในมุมมองของเรา การพัฒนาระบบ IT ที่สำคัญของ TURBO ประกอบด้วย:

- ระบบ Cloud สำหรับการดำเนินงาน – ลดขั้นตอนการทำงานที่ใช้เอกสารจำนวนมาก และเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานของพนักงานสาขาให้มีเวลามากขึ้นในการปล่อยกู้และติดตามหนี้ ซึ่งเป็นภารกิจหลักที่แท้จริง
- ระบบปฏิบัติการสินเชื่อภายใน (Internal Loan Operation System) – ระบบที่สร้างขึ้นเฉพาะสำหรับการดำเนินงานของ TURBO ทำให้เพิ่มประสิทธิภาพการทำงานของพนักงานสาขาในการปล่อยกู้และติดตามหนี้
- ระบบบริหารความเสี่ยง (Risk Management System) – ระบบการรายงานข้อมูลที่ทำให้สำนักงานใหญ่สามารถติดตามการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ พร้อมแดชบอร์ดพอร์ตสินเชื่อหลัก อีกทั้งยังให้ข้อมูลเชิงลึกตามกลุ่มลูกค้า ซึ่งอาจนำไปสู่การกำหนดนโยบายสินเชื่อใหม่ได้หากจำเป็น
- ระบบ SAP อัตโนมัติสำหรับฝ่ายบัญชี – ซึ่งเชื่อมต่อกับระบบปฏิบัติการสินเชื่อโดยตรง ส่งผลให้ TURBO ไม่จำเป็นต้องเพิ่มจำนวนพนักงานสำนักงานใหญ่เพื่อรองรับการขยายธุรกิจ

- ระบบ Credit Scoring – ใช้สำหรับการพิจารณาสินเชื่อที่ TURBO พัฒนาขึ้นภายในและนำมาใช้เพื่อช่วยวิเคราะห์ความเสี่ยงของลูกค้าได้ดีขึ้น กำหนดวงเงินสินเชื่อที่เหมาะสม ซึ่งเราคาดว่าจะลดทั้ง Loss Given Default (LGD) และ Credit Cost โดยรวม

ด้วยการลงทุนพัฒนาระบบ IT ภายในองค์กร (In-house IT Investment) ทำให้ระบบซอฟต์แวร์ของ TURBO สามารถปรับแต่งเฉพาะ (Customized) เพื่อตอบสนองต่อการดำเนินธุรกิจโดยตรง ควบคุมต้นทุนได้ดีกว่าการจ้าง Outsource เราจึงเชื่อว่าสิ่งเหล่านี้ทำให้ TURBO มีความคล่องตัวสูงขึ้น (Agility) เพื่อปรับตัวตามพลวัตของตลาดสินเชื่อทะเบียนรถได้อย่างรวดเร็ว

Exhibit 12: Example of TURBO's IT investment to enhance business operations

2 มีระบบการจัดเก็บ บริหาร และวิเคราะห์ข้อมูลอย่างครบถ้วน ซึ่งช่วยให้สามารถวิเคราะห์ข้อมูลเชิงลึกและตัดสินใจได้อย่างรวดเร็ว

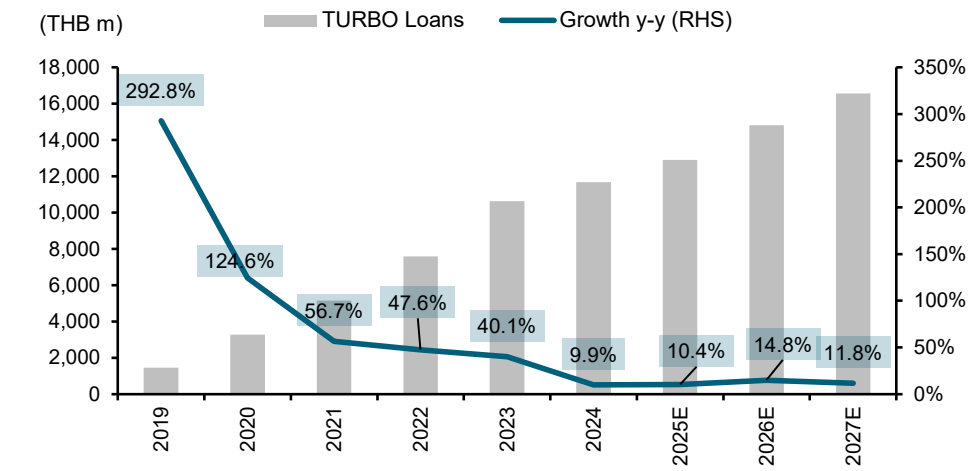


Source: TURBO

เติบโตของสินเชื่อจากทั้งสาขาเดิมและการขยายสาขาใหม่

เราคาดว่า TURBO จะมีการเติบโตของพอร์ตสินเชื่อเฉลี่ย 12.3% ต่อปี ในช่วงปี 2025–2027 ซึ่งสูงกว่าประมาณการการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ 10% ต่อปี เราเชื่อว่าการเติบโตที่เหนือกว่าตลาดของ TURBO ได้แรงสนับสนุนหลักจากทั้ง การเติบโตของสาขาเดิม (Existing Branches) ที่ยังคงเพิ่มประสิทธิภาพ และการขยายสาขาใหม่ (New Branches Expansion) ที่ช่วยขยายฐานลูกค้าเพิ่มเติม

Exhibit 13: TURBO's loan growth – expect 12.3% CAGR for 2025-27E



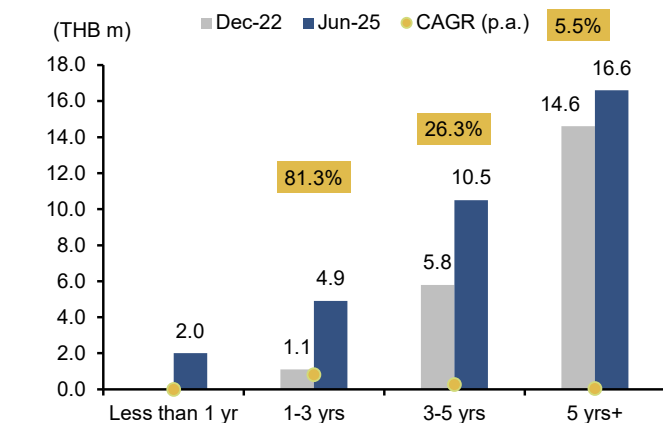
Source: TURBO, FSSIA estimates

ในมุมมองของการเติบโตจากสาขาเดิม (Existing Branches Growth หรือ SSSG คล้ายๆกับกลุ่มค้าปลีก) จากการศึกษาของ TURBO ในช่วง ธ.ค. 2022 – มิ.ย. 2025 พบว่า สาขาใหม่ที่เปิดดำเนินการมา 1–3 ปี มีอัตราการเติบโตของสินเชื่อ (SSSG: Same-Store-Sales Growth) สูงถึง 81.3% ต่อปี ซึ่งถือว่าสูงมากในมุมมองของเรา ขณะที่สาขาที่อยู่ในช่วง 3–5 ปี มี SSSG อยู่ที่ 26.3% และสาขาที่เปิดมานานกว่า 5 ปี มี SSSG อยู่ที่ 5.5% ซึ่งถือว่ายังเป็นระดับที่ดีมากสำหรับสาขาที่ดำเนินธุรกิจมานาน ในมุมมองของเรา

ณ ไตรมาส 2/2025 เกือบ 2 ใน 3 ของสาขา TURBO มีอายุน้อยกว่า 5 ปี ซึ่งสะท้อนว่าส่วนใหญ่ของสาขาทั้งหมด ยังอยู่ในช่วง Young Stage และมีศักยภาพที่จะสร้างการเติบโตของปริมาณสินเชื่อผ่าน SSSG ที่สูงในอนาคตอันใกล้

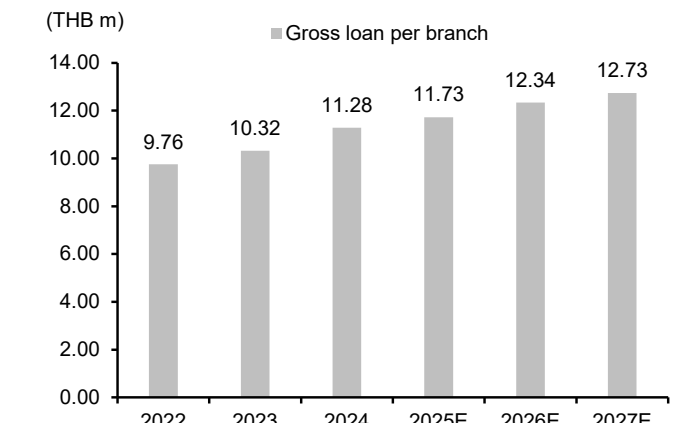
ทั้งนี้ การขยายสาขาใหม่จำนวนมากก็จะมาพร้อมกับ ค่าเสื่อมราคา (Depreciation Expense) และ ค่าใช้จ่ายลงทุน (Capex) ในระยะเริ่มต้น ซึ่งเราได้รวมเป็นค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Opex) ในประมาณการของเราแล้ว

Exhibit 14: Strong Compound Annual Growth Rate (CAGR) of existing TURBO's branch by aging – this is kind of SSSG



Sources: TURBO, FSSIA compilation

Exhibit 15: TURBO's loan per branch



Sources: TURBO, FSSIA estimates

เรามองว่า เหตุผลหลักที่อยู่เบื้องหลังการเติบโตของ SSSG ที่สูงของ TURBO ได้แก่:

- กระบวนการอนุมัติที่รวดเร็ว ใช้เวลาเพียง 0.5–2.0 ชั่วโมง (เช่น สินเชื่อมอเตอร์ไซค์, รถยนต์, นาโนไฟแนนซ์) ตอบโจทย์ความต้องการของลูกค้ากลุ่ม Underbanked ได้ดีกว่าธนาคารที่ใช้เวลา 1–2 วัน
- สัญญาและเงื่อนไขเงินกู้ที่เข้าใจง่าย ไม่ซับซ้อน เหมาะกับลูกค้าในต่างจังหวัด
- เวลาการให้บริการที่สะดวกสบาย รวมถึงเปิดให้บริการในวันหยุดสุดสัปดาห์
- คุณภาพการบริการที่สร้างความประทับใจ โดยจากการสัมภาษณ์ของ TURBO ในช่วง 6M25 พบว่า 20.7% ของลูกค้าใหม่ มาจากการแนะนำโดยลูกค้าเดิม ซึ่งเกิดจากความพึงพอใจและการแนะนำแบบปากต่อปาก

สำหรับแผนการขยายสาขา (Branch Expansion Plan) ณ เดือนมิถุนายน 2025 TURBO มีเครือข่ายสาขาจำนวน 996 สาขา ทั้งนี้ ในช่วง 6M25 บริษัทได้ปิดบางสาขาที่มีผลการดำเนินงานต่ำ เพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน (Operation Optimization)

สำหรับแผนในอนาคต เราคาดว่า TURBO จะขยายจำนวนสาขาเป็น 1,100 / 1,200 และ 1,300 สาขาภายในสิ้นปี 2025 / 2026 และ 2027 ตามลำดับ เมื่อเทียบกับเป้าหมายเชิงกลยุทธ์ของบริษัทที่ตั้งไว้ 1,475 สาขาภายในปี 2029

เรามองว่าการขยายสาขาของ TURBO จะได้รับการสนับสนุนโดย ระบบ Data Analytics ขนาดใหญ่ ที่สามารถวิเคราะห์ได้ทั้งข้อมูลเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ เช่น ความหนาแน่นของประชากร ความต้องการที่มีศักยภาพในพื้นที่ สถานที่สำคัญเชิงเศรษฐกิจ จำนวนการจดทะเบียนรถยนต์ เป็นต้น

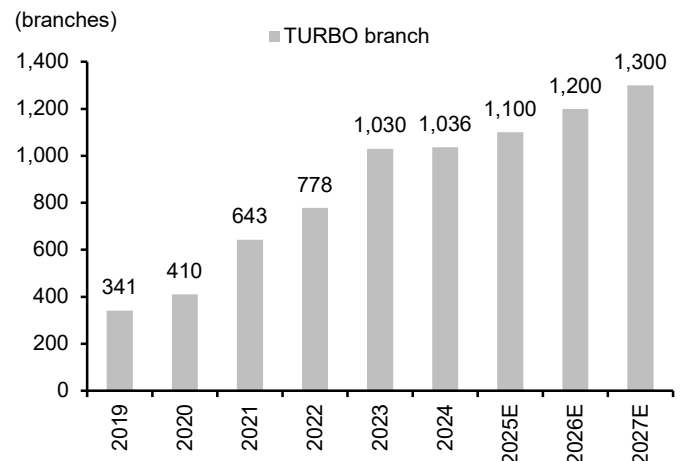
ในเชิงพื้นที่ เรามองว่าการขยายสาขาของ TURBO จะครอบคลุมทุกภูมิภาค ยกเว้นภาคเหนือ เนื่องจากผู้บริหารของ TURBO มองว่าภาคเหนือมีภูมิประเทศภูเขาเป็นอุปสรรคต่อการบริหารจัดการสาขา อีกทั้งเรามองว่าการแข่งขันในพื้นที่นี้ยังสูงมาก ซึ่งปัจจุบันถูกครอบครองโดย ผู้เล่นรายใหญ่ในอุตสาหกรรมที่มีถิ่นกำเนิดจากภาคเหนือ ได้แก่ SAWAD, MTC, SAK และ HENG

Exhibit 16: TURBO's branch network (2Q25)



Source: TURBO

Exhibit 17: Expect 1,300 TURBO's branches by 2027E



Sources: TURBO, FSSIA estimates

โครงสร้างงบดุลที่ดี จะสนับสนุนการขยายตัวของ NIM ต่อไปในอนาคต

สำหรับโครงสร้างสินเชื่อบุคคลของ TURBO ประกอบด้วย สินเชื่อทะเบียนรถ (Auto Title Loans: ATL) ราว 70%, สินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ที่ไม่มีหลักประกัน (Unsecured Nano Finance) ราว 20% สำหรับฐานลูกค้าเดิม, และสินเชื่อโฉนดที่ดิน (Land Title Loans) ราว 10%

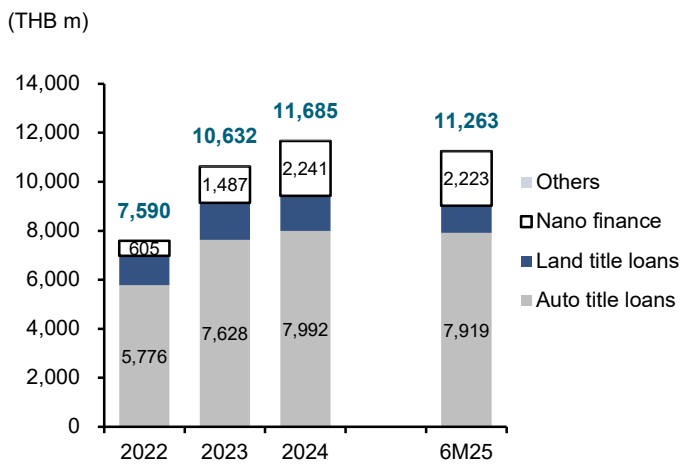
ในส่วนของ ATL TURBO คิดอัตราดอกเบี้ยราว 21-23% ซึ่งสูงกว่าผลตอบแทนเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่อยู่ราว 18% สะท้อนให้เห็นว่า TURBO มีความสามารถในการกำหนดราคาดอกเบี้ยได้โดยไม่ต้องแข่งขันด้านราคากับผู้ประกอบการรายอื่น

สำหรับสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ ที่มีสัดส่วนสูงถึงเกือบ 20% ของพอร์ตทั้งหมด และคิดอัตราผลตอบแทนสูงสุดถึง 33% เรามองว่าส่วนนี้ช่วยยกระดับ Loan Yield เฉลี่ย ของ TURBO ได้อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเป็นสินเชื่อที่ไม่มีหลักประกันและมีความเสี่ยงผิดนัดชำระสูง TURBO จึงจำกัดสัดส่วนสินเชื่อประเภทนี้ ซึ่งถือว่าเป็นแนวทางที่ระมัดระวังและเป็นบวกในมุมมองของเรา

สำหรับสินเชื่อโฉนดที่ดิน (Land Title Loans) จุดแข็งคือสามารถสร้าง Loan Volume ที่สูงได้ เนื่องจากวงเงินต่อสัญญามีมูลค่าเฉลี่ยสูงกว่า 5-7 เท่าเมื่อเทียบกับ ATL จึงสามารถเป็นแรงขับเคลื่อนการเติบโตของสินเชื่อรวมได้ดี อย่างไรก็ตามจุดด้อยคือ ความยากลำบากในการเปลี่ยนสินทรัพย์เป็นเงินสด (Liquidation) หากเกิดการผิดนัดชำระหนี้ เนื่องจากที่ดินไม่ใช่สินทรัพย์ที่มีตลาดซื้อขายกว้างเหมือนรถยนต์ที่มีราคากลางและมีผู้ซื้อจำนวนมาก ดังนั้น เรามองว่าการเติบโตของสินเชื่อโฉนดที่ดินควรถูกบริหารจัดการอย่างระมัดระวัง

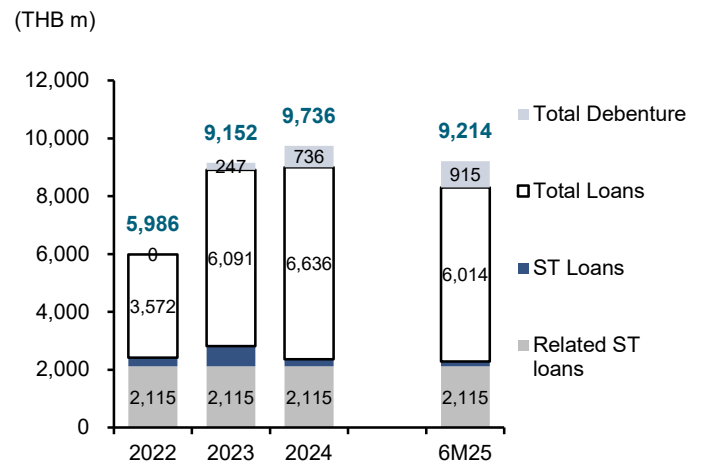
โดยรวมแล้ว ภายใต้สมมติฐานการเติบโตของสินเชื่อ เฉลี่ย 12.3% ต่อปี ในช่วง 3 ปีข้างหน้า เราคาดว่าโครงสร้างสินเชื่อบุคคลของ TURBO จะยังคงใกล้เคียงเดิม ส่งผลให้บริษัทสามารถรักษาอัตราผลตอบแทนสินเชื่อเฉลี่ย (Average Loan Yield) ที่ราว 23% ซึ่งถือว่าสูงอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับ Auto Title Lenders รายอื่นที่มี Yield เฉลี่ย 18-20%

Exhibit 18: TURBO's loan structure



Sources: TURBO, FSSIA compilation

Exhibit 19: TURBO's funding structure



Sources: TURBO, FSSIA compilation

ทางด้านแหล่งเงินทุน 65% ของโครงสร้างเงินทุนของ TURBO มาจากเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว (Floating Rate) ส่วนแหล่งเงินทุนที่มีสัดส่วนมากเป็นอันดับสองคือ เงินกู้ยืมระยะสั้นจากครอบครัวผู้ก่อตั้ง จำนวน 2.115 พันล้านบาท และที่เหลือเป็น หนี้กู้ (Public Debenture) ที่จัดอันดับความน่าเชื่อถือ BBB- โดย TRIS Rating

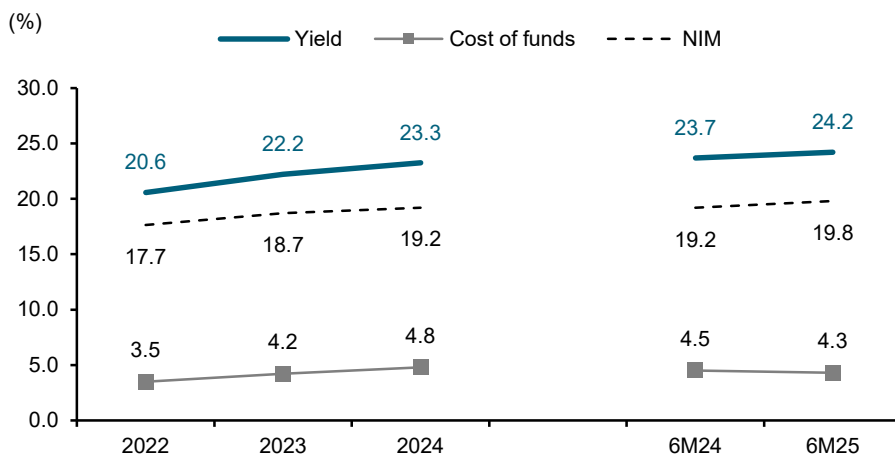
ด้วยแนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ในช่วงขาหลลงเหลือ 1.5% ณ ส.ค. 2025 จาก 2.5% ใน ส.ค. 2024 และเราคาดว่า ดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะลดลงสู่ระดับ 1.0% ภายในไตรมาส 2/2026 วัฏจักรดอกเบี้ยขาหลลงนี้จะส่งผลเชิงบวกต่อ ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ย (Average Cost of Funds) ของ TURBO ผ่านการปรับลดอัตราดอกเบี้ยหนี้สำหรับเงินกู้แบบลอยตัวจากธนาคาร

ผลกระทบเชิงบวกนี้สะท้อนแล้วในผลประกอบการ 6M25 ที่ TURBO มี ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยลดลงสู่ 4.3% เทียบกับ 4.5% ใน 6M24

เมื่อพิจารณาพร้อมกับ อัตราผลตอบแทนสินเชื่อเฉลี่ย (Loan Yield) ที่มีเสถียรภาพจากโครงสร้างพอร์ตสินเชื่อที่เหมาะสม เราคาดว่า TURBO จะสามารถขยาย อัตราส่วนส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (Net Interest Margin: NIM) ได้ต่อเนื่องจาก 19.2% ในปี 2024 สู่ 19.8% ในปี 2027E

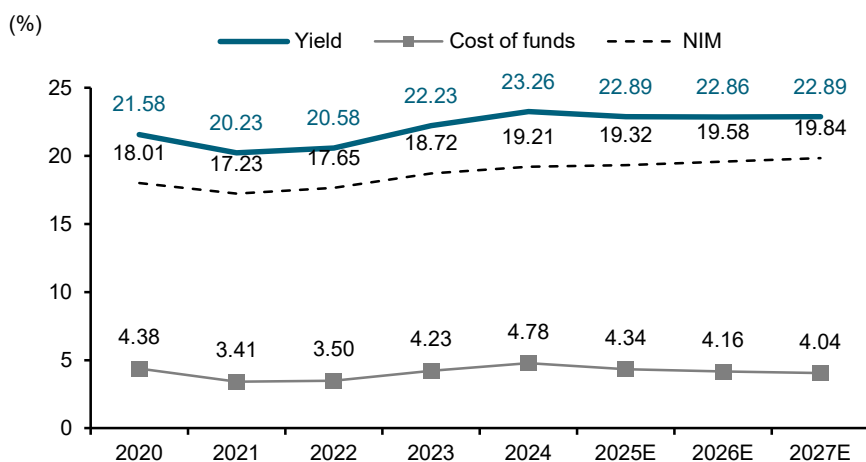
เรามองว่าการขยายตัวของ NIM ถือเป็นหนึ่งใน ปัจจัยขับเคลื่อนกำไรหลัก (Key Earnings Drivers) ของ TURBO ในระยะกลาง

Exhibit 20: Yield, cost of funds and NIM – cost of funds decreased y-y for 6M25



Sources: TURBO, FSSIA compilation

Exhibit 21: Expect TURBO's NIM to expand thanks to lower cost of fund and stabilized high loan yield



Sources: TURBO, FSSIA estimates

Operating Leverage ที่แข็งแกร่งขึ้น พร้อม Cost-to-Income Ratio ที่ลดลงสู่ 52.2% ภายในปี 2027

ด้วยการที่ TURBO มุ่งลงทุนด้าน โครงสร้างพื้นฐาน IT เพื่อยกระดับผลิตภาพธุรกิจ เรามองว่าการเปลี่ยนแปลงด้านประสิทธิภาพต้นทุน (Cost Efficiency) จะเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่สามารถส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของ TURBO ได้อย่างมีนัยสำคัญในช่วง 3 ปีข้างหน้า

เราคาดว่า TURBO จะสามารถสร้าง Operating Leverage ที่สูงขึ้น และทำให้ อัตราส่วน Cost-to-Income ลดลงสู่ 52.2% ภายในปี 2027 จาก 64.2% ในปี 2024

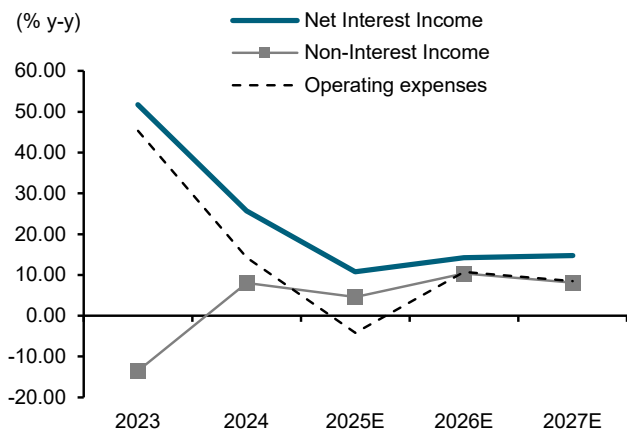
จากการวิเคราะห์ Sensitivity เราพบว่า ทุกๆ การลดลง 1 ppt ของอัตราส่วน Cost-to-Income ของ TURBO จะช่วยเพิ่มกำไรสุทธิปี 2026 ได้ 4.8%

โดยเมื่อเปรียบเทียบการขยายตัวของรายได้จากธุรกิจสินเชื่อและนายหน้าประกันภัยที่คาดว่าจะเติบโตแข็งแกร่งและมากกว่า เมื่อเทียบกับการเติบโตของค่าใช้จ่ายดำเนินงาน (OPEX) ที่อยู่ในไม่สูงมาจากค่าใช้จ่ายบุคลากร (ได้แรงสนับสนุนจากระบบ IT Infrastructure), ค่าเสื่อมราคา (Depreciation Expenses) สำหรับเครือข่ายสาขาและระบบ IT, และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ (เช่น IT, ค่าทำการตลาด และผลจากขาดทุนจากการยืมผิด)

ในปี 2025-27, เราคาดว่ารายได้รวม (จากทั้งสินเชื่อและนายหน้าประกันภัย) คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย CAGR 12% ซึ่งจะนำสูงกว่าค่าใช้จ่ายดำเนินงาน (OPEX) คาดว่าจะเติบโตเพียง CAGR 5%

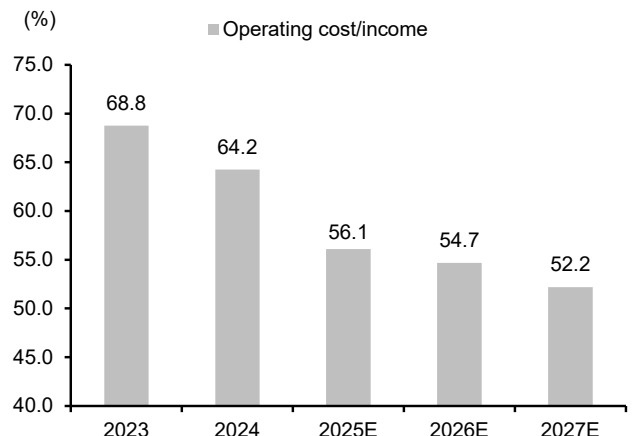
ปัจจัยหลักที่ช่วยควบคุมการเติบโตของ OPEX ได้แก่ ต้นทุนการขยายสาขาที่เหมาะสม โดยออกแบบขนาดสาขาและจำนวนพนักงานให้สอดคล้องกับความต้องการในพื้นที่, การควบคุมค่าใช้จ่ายที่สำนักงานใหญ่ ด้วยการใช้ เทคโนโลยีแพลตฟอร์มและ AI เพื่อยกระดับผลิตภาพธุรกิจ เราจึงคาดว่าจำนวนพนักงานในสำนักงานใหญ่จะทรงตัว

Exhibit 22: Stronger growth of NII and non-NII vs OPEX growth



Sources: TURBO, FSSIA estimates

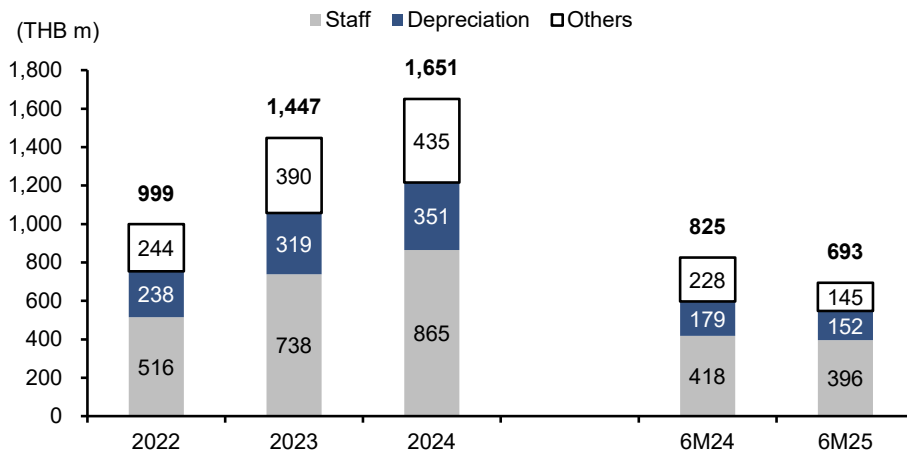
Exhibit 23: The stronger growth on revenue vs OPEX will reduce TURBO's cost-to-income ratio to 52.2% by 2027E



Sources: TURBO, FSSIA estimates

ผลลัพธ์ของ Operating Leverage ของ TURBO ได้สะท้อนออกมาอย่างชัดเจน ในผลการดำเนินงาน 6M25 เทียบกับ 6M24 โดยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานรวม (OPEX) ของ TURBO ในช่วง 6M25 ลดลง 16% y-y อยู่ที่ 694 ล้านบาท ซึ่งการลดลงดังกล่าวเกิดขึ้นใน 3 หมวดหลัก ได้แก่ ค่าใช้จ่ายบุคลากร ลดลง 5% y-y, ค่าเสื่อมราคา (Depreciation) ลดลง 15% y-y และ ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ลดลง 36% y-y

ในรายละเอียด จำนวนพนักงานรวมของ TURBO ลดลงประมาณ 220 คน ในช่วง 6M25 ส่งผลให้มีพนักงานรวม 2,406 คน เนื่องมาจากนโยบายการเพิ่มประสิทธิภาพของพนักงาน โดยมุ่งเน้นการปรับปรุงกระบวนการทำงานให้มีความคล่องตัวมากยิ่งขึ้นและนำเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ (AI) มาช่วยเสริมประสิทธิภาพการดำเนินงาน ส่งผลทำให้สามารถลดการพึ่งพาทรัพยากรบุคคลในบางส่วนลงได้ ส่วนค่าใช้จ่ายอื่นๆ ลดลงหลักๆมาจากผลของขาดทุนถดถอยลง ตามภาวะการถดถอยที่ปรับตัวดีขึ้น y-y

Exhibit 24: 6M25 Opex decreased by 16% y-y

Sources: TURBO, FSSIA compilation

การบริหารความเสี่ยงและคุณภาพสินทรัพย์ – ผ่านจุดที่แย่ที่สุดไปแล้ว และอยู่ในช่วงของการฟื้นตัว

สำหรับธุรกิจปล่อยสินเชื่อ การบริหารความเสี่ยงและคุณภาพของสินทรัพย์ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลโดยตรงต่อการดำเนินธุรกิจและความน่าเชื่อถือทางการเงิน

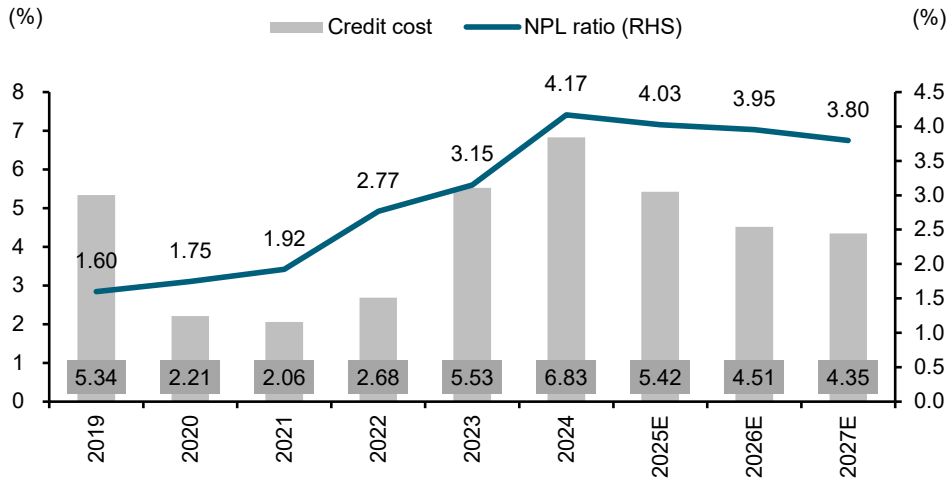
TURBO และผู้ประกอบการสินเชื่อทะเบียนรายอื่น ๆ ต่างเผชิญความท้าทายด้านคุณภาพสินทรัพย์ในช่วงปี 2023–2024 โดยมีปัจจัยสำคัญที่ผลักดันให้ อัตราหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL Ratio) ของทั้งอุตสาหกรรมปรับตัวสูงขึ้น ได้แก่:

- เศรษฐกิจชะลอตัวและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อ่อนแอ
- อัตราเงินเฟ้อสูงถึง 6–7% กดดันกำลังซื้อ โดยเฉพาะในกลุ่มผู้มีรายได้น้อยในต่างจังหวัด
- ราคารถยนต์มือสองปรับตัวลดลงรุนแรงเกือบ 30% YoY ต่อเนื่อง 2 ปี จากภาวะอุปสงค์และอุปทานในตลาดรถยนต์มือสองที่ไม่สมดุล

เพื่อปกป้องงบดุลและรักษาคุณภาพสินทรัพย์โดยรวม TURBO รวมถึงผู้ประกอบการสินเชื่อทะเบียนรายอื่น ๆ จำเป็นต้องดำเนินการล้างงบดุล (Balance Sheet Cleanup) ผ่านการตัดหนี้สูญเชิงรุก (Aggressive NPL Write-off) เพื่อลดปริมาณหนี้เสียค้าง (Outstanding NPL)

สำหรับ TURBO การตัดหนี้สูญดังกล่าว โดยเฉพาะในพอร์ตสินเชื่อทะเบียนรถสำหรับรถยนต์ 4 ล้อ รวมกับการปรับตัวลงอย่างรุนแรงของราคารถยนต์มือสอง ทำให้ต้นทุนเครดิต (Credit Cost) เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากประมาณ 2.7% ในปี 2022 เป็น 5.5% และ 6.8% ในปี 2023–2024 ตามลำดับ ซึ่งแรงกดดันด้านต้นทุนเครดิตนี้ได้ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของ TURBO เป็นอย่างมาก

อย่างไรก็ตาม ในด้านบวก การที่บริษัทตั้งสำรองสูงและบันทึกการตัดหนี้สูญเชิงรุกดังกล่าว ได้ช่วยจำกัดอัตราหนี้เสีย (NPL Ratio) ของ TURBO ให้อยู่เพียง 4.17% ณ สิ้นปี 2024 และ 4.1% ณ มิ.ย. 2025 ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของทั้งอุตสาหกรรม

Exhibit 25: After peak in 2024, we expect lower NPL ratio and credit cost

Sources: TURBO, FSSIA estimates

หลังจากช่วงที่อัตรา NPL และต้นทุนเครดิตปรับขึ้นแรงในปี 2023–2024 สถานการณ์คุณภาพสินทรัพย์ของทั้งอุตสาหกรรมเริ่มฟื้นตัว โดยได้แรงสนับสนุนจาก

- มาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง (Liquidity Disbursement Program) ให้กับครัวเรือนต่างจังหวัดใน 4Q24 คนละ 10,000 บาท
- อัตราเงินเฟ้อที่ลดลง เข้าสู่ระดับที่ผ่อนคลายมากขึ้น
- ราคารถยนต์มือสองที่ปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง y-y

สำหรับ TURBO บริษัทได้พัฒนาระบบบริหารความเสี่ยง (Risk Management) อย่างจริงจัง ในช่วงวัฏจักร NPL ขาขึ้น โดยได้รับแรงสนับสนุนจาก การลงทุนด้าน IT อย่างต่อเนื่อง เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเชิงลึก (Data Analytics) ได้แก่:

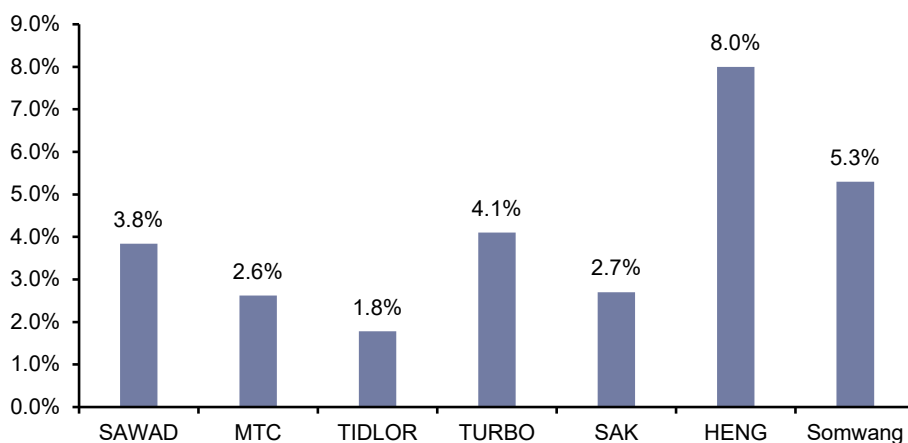
- Credit Scoring Model –วิเคราะห์โปรไฟล์ความเสี่ยงลูกค้าเชิงลึก กำหนดวงเงินสินเชื่อที่เหมาะสม ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยลด Loss Given Default (LGD) และต้นทุนเครดิตโดยรวม
- Dashboard – สำหรับติดตามสถานการณ์พอร์ตสินเชื่อ โดยใช้ฐานข้อมูลขนาดใหญ่เพื่อวิเคราะห์กลุ่มลูกค้า ปรับ Risk Appetite และตัดสินใจได้ทันทั่วทั้งที่
- ระบบติดตามหนี้และดำเนินคดี – ลดการใช้แรงงานคน เพิ่มประสิทธิภาพการทำงานและ Productivity โดยไม่ต้องเพิ่มจำนวนพนักงาน
- ฐานข้อมูลลูกค้าและหลักประกันที่ครอบคลุม และอัปเดตอย่างต่อเนื่อง เพื่อปรับนโยบาย LTV ให้สอดคล้องกับสถานะตลาด

Exhibit 26: Example of TURBO's systems for risk management



Source: TURBO

Exhibit 27: NPL ratio among major auto title lenders (2Q25)



Sources: Company data, FSSIA compilation

ด้วยโมเดลที่มีประสิทธิภาพและนโยบายการตัดหนี้สูญ (NPL Write-off Policy) ที่เหมาะสม ประกอบกับสภาพแวดล้อมเศรษฐกิจมหภาคที่เอื้ออำนวยมากขึ้น เรามองว่า Credit Cost 6.83% และ NPL Ratio 4.2% ในปี 2024 น่าจะเป็นจุดสูงสุด (Peak) ของทั้งสองตัวเลข และเป็นจุดต่ำสุด (Bottom) ของคุณภาพสินทรัพย์ของ TURBO โดยเราคาดว่าคุณภาพสินทรัพย์จะทยอยฟื้นตัวในช่วง 2025–2027 เราคาดว่า Credit Cost จะปรับลดลงสู่ 4.4–5.4% และคาดว่า NPL Ratio จะลดลงสู่ 3.8–4.0%

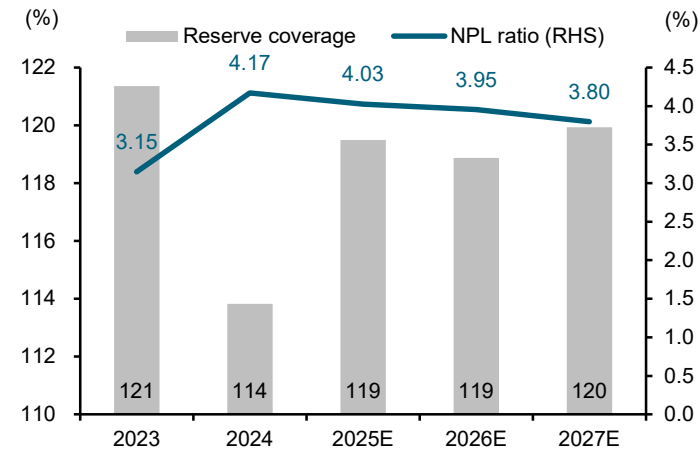
สำหรับ 6M25 TURBO แสดงสัญญาณฟื้นตัว โดยมี Credit Cost ลดลงสู่ 5.6% จาก 6.4% ใน 6M24 ได้แรงหนุนจาก เศรษฐกิจมหภาคที่ดีขึ้น และ มาตรการย่นดื้อมือสองที่ปรับตัวสูงขึ้น y-y

ทั้งนี้ เรามองว่ามี Upside Risk ต่อประมาณการ หาก Credit Cost ลดลงได้ต่อเนื่องไปที่ระดับ 2.0–3.0% ซึ่งใกล้เคียงกับระดับของ TURBO ในปี 2021–2022 และสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม โดยจากการวิเคราะห์ Sensitivity พบว่า ทุกการลดลงของ Credit Cost 10bp จะช่วยเพิ่มกำไรสุทธิปี 2026 ได้ถึง 2.1%

เราคาดว่า NPL Coverage Ratio ของ TURBO จะอยู่ราว 120% ในช่วงปี 2025–2027E ซึ่งถือว่าเพียงพอ เนื่องจากเกือบ 80% ของสินเชื่อ TURBO มีหลักประกัน (รถยนต์และโฉนดที่ดิน) โดยระดับนี้จะใกล้เคียงกับ MTC และ SAK

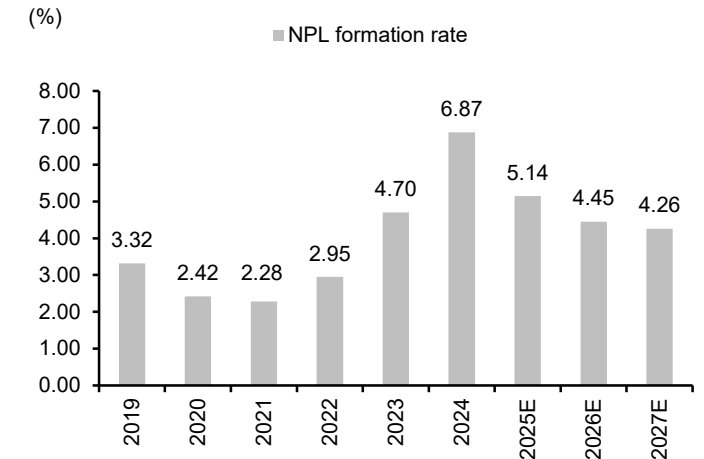
ในขณะที่ TIDLOR มี NPL Coverage Ratio สูงที่สุด มากกว่า 250% เนื่องจากนโยบายกันสำรองเชิงอนุรักษ์นิยมจากธนาคารที่ปล่อยกู้ใหญ่ SAWAD มี NPL Coverage Ratio ต่ำที่สุด เพียง 54% ณ 2Q25

Exhibit 28: TURBO's NPL coverage ratio would be around 120% on the back of NPL ratio of 3.8-4.0% for 2025-27



Sources: TURBO, FSSIA estimates

Exhibit 29: TURBO's NPL formation rate – peaked at 2024 and gradually lower



Sources: TURBO, FSSIA estimates

ไฮไลท์ทางการเงิน และคาดการณ์ผลประกอบการ

เราคาดว่า TURBO จะพลิกฟื้นผลประกอบการจากกำไรสุทธิ 142 ล้านบาทในปี 2024 สู่ 462 ล้านบาทในปี 2025 และต่อเนื่องเป็น 666 ล้านบาท และ 853 ล้านบาทในปี 2026–2027 ตามลำดับ ซึ่งสะท้อน อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (Earnings CAGR) ที่ 82% ในช่วง 3 ปี

เรามองว่าปัจจัยหลักที่ผลักดันการพลิกฟื้นของกำไรสุทธิ TURBO ได้แก่: 1) คุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้น จากการลดลงของ Credit Cost และ NPL Ratio; 2) อัตราส่วน Cost-to-Income ที่ลดลง ตามการควบคุมต้นทุนในการขยายสาขาใหม่และการลงทุนด้าน IT รวมถึงการลดลงของผลขาดทุนทรัพย์สินรอการขาย (Foreclosed Properties); 3) การขยายตัวของ NIM จาก Loan Yield ที่ทรงตัวและต้นทุนทางการเงิน (Cost of Funds) ที่ลดลง; 4) การเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่ง ที่ CAGR ราว 12.3% ในช่วงปี 2025–2027; และ 5) รายได้จากธุรกิจนายหน้าประกันภัย ที่เติบโตเฉลี่ย 12% ต่อปีในช่วง 2025–2027

จากการฟื้นตัวของกำไรสุทธิ เราคาดว่า ROE ของ TURBO จะกลับมาอยู่ในช่วง 14–18% สำหรับปี 2025–2027 (ค่าเฉลี่ยราว 16%) เทียบกับเพียง 5.5% ในปี 2023–2024 ซึ่งเป็นช่วงต่ำสุดจากปัญหาคุณภาพสินทรัพย์ และใกล้เคียงกับระดับ 20–26% ในปี 2021–2022 ซึ่งสะท้อนการดำเนินธุรกิจปกติของบริษัท

Exhibit 30: TURBO – Income statement

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)
Interest income	2,025	2,595	2,814	3,167	3,589
Interest expense	320	451	439	455	478
Net interest income	1,705	2,144	2,375	2,712	3,112
Non-interest income	406	438	458	506	547
Non-interest expenses	1,452	1,659	1,589	1,760	1,909
Pre-provision profits (PPOP)	659	923	1,244	1,458	1,749
Provisioning expense	504	762	666	626	682
Profit before tax	156	161	578	833	1,067
Tax expense	24	19	116	167	213
Net profit	132	142	462	666	853

Sources: TURBO, FSSIA estimates

การเติบโตของสินเชื่อ (Loan Growth)

เราคาดว่า TURBO จะมีการเติบโตของพอร์ตสินเชื่อเฉลี่ยราว 12.3% ต่อปีในช่วง 2025–2027 ซึ่งสูงกว่าประมาณการการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ 10% โดยในมุมมองของเรา การเติบโตดังกล่าวได้รับแรงสนับสนุนจากทั้ง: การเติบโตของสินเชื่อสาขาเดิม (SSSG) ที่ยังอยู่ในช่วงอายุน้อยและมีอัตราการเติบโตสูง และ การขยายสาขาใหม่ สู่ 1,300 สาขาภายในปี 2027 จาก 996 สาขา ณ มิ.ย. 2025

เราคาดว่าผลิตภัณฑ์สินเชื่อหลักทั้งสามของ TURBO ได้แก่ สินเชื่อทะเบียนรถ (Auto Title Loans), สินเชื่อโฉนดที่ดิน (Land Title Loans) และ สินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ (Nano Finance Loans) จะเติบโตในอัตราที่ใกล้เคียงกัน

ผลตอบแทนสินเชื่อ, ต้นทุนทางการเงิน และ NIM (Yield, Cost of Funds & NIM)

เราคาดว่า TURBO จะสามารถ รักษาผลตอบแทนสินเชื่อ (Loan Yield) ในระดับสูงราว 23% ในช่วง 2025–2027 จากความสามารถในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่สูงได้โดยไม่ต้องแข่งขันด้านราคาอย่างรุนแรงกับผู้ประกอบการรายอื่น และจากโครงสร้างพอร์ตสินเชื่อที่เหมาะสม

ด้วยสัดส่วนเงินกู้ลอยตัวจากธนาคารพาณิชย์ที่สูง เราคาดว่า TURBO จะ ได้รับประโยชน์จากวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง ผ่านการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ทันที ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงิน (Cost of Funds) ลดลงสู่ 4.0–4.3% ในช่วง 2025–2027 จาก 4.78% ในปี 2024

ภายใต้ Loan Yield ที่ทรงตัวในระดับสูงและต้นทุนทางการเงินที่ลดลง เราคาดว่า Net Interest Margin (NIM) ของ TURBO จะขยายตัวสู่ระดับ 19.3–19.8% ในช่วง 2025–2027E เทียบกับ 19.2% ในปี 2024

อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (Cost-to-Income Ratio)

ด้วยการที่ TURBO มุ่งลงทุนด้าน โครงสร้างพื้นฐาน IT เพื่อยกระดับผลิตภาพธุรกิจ เรามองว่าการเปลี่ยนแปลงด้านประสิทธิภาพต้นทุน (Cost Efficiency) จะเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่สามารถส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของ TURBO ได้อย่างมีนัยสำคัญในช่วง 3 ปีข้างหน้า เราคาดว่า TURBO จะสามารถสร้าง Operating Leverage ที่สูงขึ้น และทำให้ อัตราส่วน Cost-to-Income ลดลงสู่ 52.2% ภายในปี 2027 จาก 64.2% ในปี 2024

โดยเมื่อเปรียบเทียบการขยายตัวของรายได้จากธุรกิจสินเชื่อและนายหน้าประกันภัยที่คาดว่าจะเติบโต แข็งแกร่งและมากกว่า เมื่อเทียบกับการเติบโตของค่าใช้จ่ายดำเนินงาน (OPEX) ที่อยู่ในไม่สูงมาจาก ค่าใช้จ่ายบุคลากร (ได้แรงสนับสนุนจากระบบ IT Infrastructure), ค่าเสื่อมราคา (Depreciation Expenses) สำหรับเครือข่ายสาขาและระบบ IT, และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ (เช่น IT, ค่าทำการตลาด และผลจากขาดทุนจากการยืมตรา) ในปี 2025–27, เราคาดว่ารายได้รวม (จากทั้งสินเชื่อและนายหน้าประกันภัย) คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย CAGR 12% ซึ่งจะนำสูงกว่าค่าใช้จ่ายดำเนินงาน (OPEX) คาดว่าจะเติบโตเพียง CAGR 5%

คุณภาพสินทรัพย์

ด้วยโมเดลที่มีประสิทธิภาพและนโยบายการตัดหนี้สูญ (NPL Write-off Policy) ที่เหมาะสม ประกอบกับ สภาพแวดล้อมเศรษฐกิจมหภาคที่เอื้ออำนวยมากขึ้น เรามองว่า Credit Cost 6.83% และ NPL Ratio 4.2% ในปี 2024 น่าจะเป็นจุดสูงสุด (Peak) ของทั้งสองตัวเลข และเป็นจุดต่ำสุด (Bottom) ของคุณภาพสินทรัพย์ของ TURBO โดยเราคาดว่าคุณภาพสินทรัพย์จะทยอยฟื้นตัวในช่วง 2025–2027 เราคาดว่า Credit Cost จะปรับลดลงสู่ 4.4–5.4% และคาดว่า NPL Ratio จะลดลงสู่ 3.8–4.0%

หาก Credit Cost ลดลงได้ต่อเนื่องไปที่ระดับ 2.0–3.0% ซึ่งใกล้เคียงกับระดับของ TURBO ในปี 2021–2022 และสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม โดยจากการวิเคราะห์ Sensitivity พบว่า ทุกการลดลงของ Credit Cost 10bp จะช่วยเพิ่มกำไรสุทธิปี 2026 ได้ถึง 2.1%

เราคาดว่า NPL Coverage Ratio ของ TURBO จะอยู่ราว 120% ในช่วงปี 2025–2027E ซึ่งถือว่าเพียงพอ เนื่องจากเกือบ 80% ของสินเชื่อ TURBO มีหลักประกัน (รถยนต์และโฉนดที่ดิน) ระดับนี้ใกล้เคียงกับ MTC และ SAK

โครงสร้างงบดุล (Balance Sheet)

ด้วยการเติบโตของสินเชื่อที่เหมาะสมเฉลี่ย 12.3% ต่อปีในช่วง 2025–2027, การเพิ่มทุนจาก IPO และ ประสิทธิภาพการชิงอนุรักษ์นิยมของเราสำหรับ อัตราการจ่ายปันผล (Dividend Payout Ratio) ที่ 20% เราคาดว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ของ TURBO จะปรับลดลงจาก 3.9 เท่าในปี 2024 เหลือเพียง 2.5–2.7 เท่าในช่วง 2025–2027

ในมุมมองของสถาบันจัดอันดับเครดิตและเจ้าหนี้ของ TURBO ตัวชี้วัดที่สำคัญคือ Adjusted D/E Ratio = $(\text{Debt} - \text{Related ST Loans}) / (\text{Equity} + \text{Related ST Loans})$ โดยมี Covenant กำหนดไว้ที่ไม่เกิน 3.5–4.0 เท่า สำหรับ TURBO ค่า Adjusted D/E Ratio อยู่ที่ 1.7 เท่า ณ ธ.ค. 2024 และ 1.5 เท่า ณ มิ.ย. 2025 ทั้งนี้ เนื่องจาก Related Short-Term Loans (ST Loans) มาจากครอบครัวผู้ก่อตั้งของ TURBO และจำนวนเงินดังกล่าวอยู่ที่ 2.1446 พันล้านบาท มาตั้งแต่ปี 2022 จนถึงปัจจุบัน เราสามารถพิจารณาเงินกู้ส่วนนี้เสมือนเป็น ฐานทุนอีกก้อนหนึ่ง (Quasi-Equity Base) ของ TURBO ได้

ภายใต้สมมติฐานว่า Related ST Loans ของ TURBO จะยังคงอยู่ที่ 2.1446 พันล้านบาท ในช่วง 2025–2027 ประกอบกับความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งในช่วงเวลาเดียวกัน เราคาดว่า Adjusted D/E Ratio ของ TURBO จะอยู่ในช่วง 1.4–1.5 เท่า ซึ่งต่ำกว่าข้อกำหนด Covenant อย่างมาก (3.5–4.0 เท่า)

Exhibit 31: TURBO – Key drivers and ratios

Unit : %, unless stated	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Gross loans (THB m)	10,632	11,685	12,899	14,812	16,554
Yield on loans	22.23	23.26	22.89	22.86	22.89
Cost of funds	4.23	4.78	4.34	4.16	4.04
Net interest margin	18.72	19.21	19.32	19.58	19.84
Cost-to-income ratio	68.77	64.25	56.08	54.68	52.19
Credit cost	5.53	6.83	5.42	4.51	4.35
NPL ratio	3.15	4.17	4.03	3.95	3.80
NPL coverage	121.36	113.82	119.49	118.87	119.93
ROE	5.47	5.57	14.44	16.37	18.12
Debt to equity	390.19	390.87	285.15	269.99	249.98
Adjusted Debt to Equity <i>(Debt – Related ST loans)/(Equity + Related ST loans)</i>	164.13	171.22	147.21	148.97	146.98
No. of branch (units)	1,030	1,036	1,100	1,200	1,300
Gross loan per branch (THB m)	10.32	11.28	11.73	12.34	12.73
Opex per branch (THB m)	1.41	1.59	1.44	1.47	1.47
Revenue from insurance brokerage (THB m)	281	317	364	412	453
Growth (% y-y)					
Gross loans	40.08	9.91	10.39	14.83	11.76
Net interest income	51.73	25.71	10.77	14.22	14.72
Non-interest income	(13.50)	8.00	4.61	10.33	8.14
Operating expenses	45.34	14.27	(4.22)	10.75	8.50
PPOP	10.98	40.02	34.79	17.23	19.94
Reported net profit	(61.09)	7.52	226.50	44.15	28.09

Sources: TURBO, FSSIA estimates

Exhibit 32: Sensitivity analysis

		----- 2026E -----		
Loan growth (%)	±2ppt	12.83	14.83	16.83
% change in net profit		(1.7)		1.7
NIM (%)	±10bp	19.48	19.58	19.68
% change in net profit		(2.1)		2.1
Cost-to-income ratio (%)	±1ppt	53.68	54.68	55.68
% change in net profit		4.8		(4.8)
Credit cost (bp)	±10bp	441	451	461
% change in net profit		2.1		(2.1)

Source: FSSIA estimates

ROE และ DuPont Analysis

จากประมาณการของเราและการวิเคราะห์ด้วย DuPont Framework เราคาดว่า ROE ของ TURBO จะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 14–18% ในช่วงปี 2025–2027 (ค่าเฉลี่ยราว 16%) เมื่อเทียบกับเพียง 5.5% ในปี 2023–2024 ซึ่งเป็นช่วงต่ำสุดจากปัญหาคุณภาพสินทรัพย์ และใกล้เคียงกับระดับ 20–26% ในปี 2021–2022 ซึ่งถือเป็นระดับปกติของการดำเนินงานธุรกิจ

เราคาดว่า ROA ของ TURBO จะกลับเข้าสู่ระดับปกติที่ 4–5% หลังจากแรงกระแทกเชิงลบจากการปรับตัวลงของราคารถยนต์มือสองและปัญหาคุณภาพสินทรัพย์ ขณะเดียวกัน TURBO ยังมี ปัจจัยหนุน (Tailwinds) หลัก ได้แก่: 1) รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NII) ที่สูงขึ้นจากต้นทุนทางการเงิน (Cost of Funds) ที่ลดลง; 2) การเติบโตของรายได้ที่แข็งแกร่ง ทั้งจากธุรกิจปล่อยสินเชื่อและธุรกิจนายหน้าประกันภัย; 3) การเติบโตของค่าใช้จ่าย (OPEX Growth) ที่อยู่ในระดับจำกัด ในขณะที่อัตราส่วน Leverage: Asset/Equity จะลดลง จากเงินทุนใหม่ที่ได้จาก IPO และการสร้างกำไรที่แข็งแกร่ง

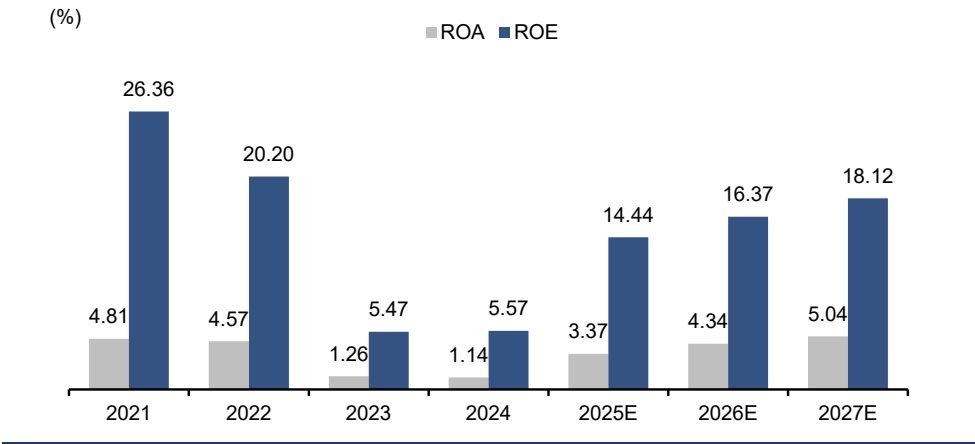
เรามองว่าการที่ ROE เติบโตในช่วง 2025–2027 อยู่ที่ราว 16% เทียบกับเพียง 5.5% ในปี 2023–2024 สะท้อนถึง การฟื้นตัวอย่างมั่นคง (Solid Turnaround) ของ TURBO ได้อย่างชัดเจน

Exhibit 33: TURBO - DuPont analysis

Profit & Loss (Unit: % to avg assets)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	Comments
Interest income	17.99	17.42	17.68	19.37	20.82	20.53	20.64	21.21	Consistent higher loan yield command
Interest expense	(2.98)	(2.58)	(2.51)	(3.06)	(3.62)	(3.21)	(2.96)	(2.82)	Benefit from interest downtrend with floating rates
Net interest income	15.01	14.84	15.17	16.31	17.20	17.33	17.67	18.39	
Non-interest income	6.52	8.47	6.33	3.88	3.51	3.34	3.29	3.23	Steady growth in tandem with asset growth
Operating income	21.53	23.30	21.50	20.19	20.71	20.67	20.97	21.62	
Operating expenses	(17.78)	(15.50)	(13.48)	(13.89)	(13.31)	(11.59)	(11.47)	(11.28)	From improved used car price and opex optimization
PPOP	3.75	7.80	8.02	6.31	7.41	9.08	9.50	10.34	
Bad Debt and Doubtful Acc. Charges	(1.84)	(1.77)	(2.31)	(4.82)	(6.12)	(4.86)	(4.08)	(4.03)	Improved asset quality after the worst in 2023-24
Profit after prov'ns	1.91	6.03	5.71	1.49	1.29	4.22	5.43	6.30	
Net non-operating item	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Pre-tax profit	1.91	6.03	5.71	1.49	1.29	4.22	5.43	6.30	
Income tax	(0.38)	(1.21)	(1.15)	(0.23)	(0.15)	(0.84)	(1.09)	(1.26)	
Reported net profit, ROA (%)	1.53	4.81	4.57	1.26	1.14	3.37	4.34	5.04	Expect ROA to be normalized level 4-5% after negative shock from used car price and poor asset quality
Average Assets (THB m)	2,845	4,893	7,407	10,453	12,464	13,707	15,346	16,921	
Average Equity (THB m)	697	893	1,675	2,405	2,541	3,200	4,070	4,710	
Gearing (Assets/Equity)	4.1x	5.5x	4.4x	4.3x	4.9x	4.3x	3.8x	3.6x	Lower gearing from new money and strong profitability
ROE (%)	6.23	26.36	20.20	5.47	5.57	14.44	16.37	18.12	Uptrend from the bottom

Sources: TURBO, FSSIA estimates

Exhibit 34: Expect ROE to rebound from 5.5% to 14-18% for 2025-27E



Sources: TURBO, FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

การประเมินมูลค่ายุติธรรมและวิธีการประเมินมูลค่า (Valuation Methodology) จัดทำขึ้นโดยอิสระโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) โดยไม่ได้รับข้อมูลหรือคำปรึกษาจาก TURBO หรือผู้ร่วมจัดจำหน่ายรายอื่น

ตารางด้านล่างเป็นการประเมินมูลค่ายุติธรรมของ TURBO โดยใช้วิธีการประเมิน 2 แนวทาง ได้แก่ P/BV Multiples และ P/E Multiples ซึ่งเรามองว่าการใช้วิธีการผสมผสานกันจะสะท้อนมูลค่าของ TURBO ได้อย่างเหมาะสม ทั้งจากศักยภาพการทำการกำไรที่แข็งแกร่ง (ผ่าน P/E) และ ประโยชน์จาก Leverage ที่ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สูง (ผ่าน P/BV)

โดยการประเมินมูลค่าของเราอ้างอิงกำไรสุทธิปี 2026 เพื่อสะท้อนถึงการฟื้นตัวของธุรกิจอย่างเต็มรูปแบบ และโมเมนตัมการเติบโตหลังจากช่วงราคาขายรถยนต์มือสองที่อยู่ในระดับต่ำ (ปี 2023–2024) เมื่อเฉลี่ยผลลัพธ์จากทั้งสองวิธี เราประเมินมูลค่ายุติธรรมที่ 2.10 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นมูลค่าตลาด (Market Cap) 5.69 พันล้านบาท โดยการประเมินนี้อยู่บนฐาน Post-money Basis

Exhibit 35: Estimated valuation range (Post-money basis)

	Target	Estimated equity value	
	(x)	THB per share	Market Cap (THB m)
P/BV multiples	1.24	2.00	5,386
P/E multiples	9.0	2.20	5,997
Average		2.10	5,691

Source: FSSIA estimates

วิธี Price/Book Value (P/BV)

เราประเมินมูลค่าด้วยค่า P/BV ที่ 1.24 เท่า และมูลค่าทางบัญชี (Book Value) ปี 2026 ของ TURBO ได้มูลค่ายุติธรรม 5.386 พันล้านบาท หรือ 2.00 บาทต่อหุ้น โดยค่าเป้าหมาย P/BV ที่ 1.24 เท่า คำนวณมาจาก Risk-Free Rate 3.0%, Risk Premium 7.0%, Beta 1.5 เท่า เพื่อสะท้อนถึงลักษณะธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง และประวัติการดำเนินธุรกิจที่สั้น เมื่อเทียบกับผู้ประกอบการรายใหญ่ที่มีประสบการณ์มากกว่า 20 ปี

นอกจากนี้ เรายังคำนวณโดยใช้อัตรา ROE ที่ยั่งยืน 16.0% (อิงค่าเฉลี่ยปี 2025–2027) เพื่อสะท้อนการฟื้นตัวของธุรกิจ TURBO และอัตราการเติบโตระยะกลางที่ 3.0%

Exhibit 36: Key assumptions for P/BV target under Gordon Growth Model

Gordon Growth Model (GGM)	
Risk free rate	3.00%
Risk premium	7.00%
Beta	1.50
Cost of Equity	13.50%
Sustainable ROE	16.00%
Cost of Equity	13.50%
Medium-term growth (g)	3.00%
Derived P/BV multiple (x)	1.24

Source: FSSIA estimates

วิธี Price/Earnings (P/E)

เราประเมินมูลค่าด้วยค่า P/E ที่ 9.0 เท่า และกำไรสุทธิปี 2026 ที่ 666 ล้านบาท ได้มูลค่ายุติธรรม 5.997 พันล้านบาท หรือ 2.20 บาทต่อหุ้น โดยกำไรสุทธิปี 2026 จะสะท้อนถึงการฟื้นตัวของธุรกิจอย่างเต็มรูปแบบ และงบดุลที่แข็งแกร่งขึ้นของ TURBO มากกว่ากำไรสุทธิปี 2025

ค่าเป้าหมาย P/E ที่ 9.0 เท่า สอดคล้องกับค่า P/E ปี 2026 ของ เมืองไทยแคปปิตอล (MTC TB) และ เงินติดล้อ (TIDLOR TB) ซึ่งถือเป็นคู่แข่งที่ใกล้เคียงที่สุดในเชิงโมเดลธุรกิจ (สินเชื่อทะเบียนรถ) เมื่อเปรียบเทียบกับ TURBO

ในทางกลับกัน เราไม่ได้นำค่า P/E ของ ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น (SAWAD) มาใช้เป็นเกณฑ์ เนื่องจากประมาณ 30% ของพอร์ตสินเชื่อ SAWAD เป็นสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ ซึ่งโดยปกติจะมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้และอัตราส่วนสินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) ที่สูงกว่าสินเชื่อทะเบียนรถ จึงทำให้มีการขาดทุนระยะยาวที่สูงกว่ามาก และมีค่า P/E ที่ต่ำกว่า

Exhibit 37: Peers comparison, as of 29 Aug 2025

Company name	BBG	Rec	Share	Target	Up	---- PE ----		---- PBV ----		---- ROE ----		--- Div yld ---	
	code		price	price	side	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
			(LCY)	(LCY)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)
Auto title													
Muangthai Capital	MTC TB	BUY	37.25	56.00	50.3	11.1	9.5	1.8	1.6	17.6	17.6	1.3	1.6
Srisawad Corp	SAWAD TB	HOLD	25.00	25.50	2.0	8.7	8.0	1.1	1.0	13.5	13.2	5.2	5.6
Ngern Tid Lor	TIDLOR TB	BUY	18.80	21.00	11.7	11.1	9.8	1.6	1.4	15.3	15.5	1.3	1.5
Saksiam Leasing	SAK TB	BUY	3.60	5.28	46.7	7.9	7.0	1.1	1.0	14.4	15.0	5.3	6.0
Unsecured finance													
AEON Thana Sinsap (Thailand)	AEONTS TB	HOLD	109.50	142.00	29.7	8.5	7.8	1.0	0.9	11.9	12.1	5.0	5.4
Krungthai Card	KTC TB	BUY	27.25	32.00	17.4	9.1	8.8	1.6	1.4	18.3	17.3	4.9	5.1
Hire-purchase truck													
Asia Sermkij Leasing	ASK TB	REDUCE	7.30	5.90	(19.2)	24.3	14.6	0.4	0.4	3.2	3.4	2.1	3.4
Ratchthani Leasing	THANI TB	HOLD	1.69	1.41	(16.6)	11.6	10.7	0.8	0.7	6.7	7.0	4.3	4.7
AMCs													
Bangkok Commercial Asset Mgmt.	BAM TB	REDUCE	8.15	6.40	(21.5)	11.9	16.2	0.6	0.6	5.0	3.6	5.9	4.2
JMT Network services	JMT TB	HOLD	11.70	17.00	45.3	8.4	7.7	0.6	0.6	7.4	7.8	7.1	7.8
Chayo Group	CHAYO TB	BUY	2.02	4.00	98.0	4.8	4.1	0.5	0.5	11.8	12.1	3.1	3.7
Average						10.7	9.5	1.0	0.9	11.4	11.3	4.1	4.5

The Chairman of The Board of Directors of Finansia Syrus Securities PCL is also AEONTS's Director.
Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

ภาพรวมบริษัท

เงินเทอร์โบ (TURBO) ก่อตั้งในปี 2017 โดยคุณสุรัช เรืองสุทธิภาพ และครอบครัวตั้งมิตรประชา เพื่อประกอบธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ (Auto Title Loans : ATL) สินเชื่อส่วนบุคคล และสินเชื่อรายย่อยเพื่อการประกอบอาชีพ หรือ Nano finance ภายใต้การกำกับของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยเปิดบริการสาขาแรก ณ ตลาดบางใหญ่ชุดี จังหวัดนนทบุรี TURBO มีเครือข่าย 996 สาขา ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2025 ครอบคลุม 54 จังหวัดทั่วประเทศ

กลุ่มเป้าหมายหลักของ TURBO คือกลุ่มลูกค้าที่เข้าไม่ถึงบริการทางการเงินของธนาคารทั่วไป (Underbanked customers) บนความเชื่อมั่นที่ว่าทุกคนต้องได้รับโอกาสที่จะเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่น่าเชื่อถือ มีความสมเหตุสมผล และเข้าใจถึงวิถีชีวิตของคนในชุมชนอย่างแท้จริง

ปี 2019 TURBO เป็นหนึ่งในผู้ร่วมจัดตั้งสมาคมการค้าธุรกิจผู้ประกอบธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถ (Vehicle Title Loan Trade Association : VLTA) เพื่อสร้างมาตรฐานและความโปร่งใสในการประกอบสินเชื่อที่มีทะเบียนรถ ต่อมาในปี 2022 TURBO เพิ่มทุนจดทะเบียน โดยออกหุ้นสามัญให้กับบริษัท กลสิกร วิชั่น จำกัด (บริษัทในกลุ่มธนาคารกลสิกรไทย) และเซ็นสัญญาร่วมเป็นพันธมิตรเชิงกลยุทธ์กับ บริษัทเมืองไทยประกันชีวิต จำกัด (มหาชน) สำหรับธุรกิจนายหน้าประกันชีวิต

ปี 2023 TURBO แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน จำกัด และ TRIS Rating ได้เริ่มจัดอันดับเครดิตของบริษัท ที่ระดับ “BBB-“ ด้วยแนวโน้มเครดิต “คงที่” (Stable) ซึ่งทำให้ TURBO สามารถระดมทุนหุ้นกู้เป็นวงกว้างได้นอกเหนือจากสินเชื่อธนาคารพาณิชย์

ปัจจุบัน TURBO ประกอบธุรกิจสินเชื่อ และบริการทางการเงิน ดังต่อไปนี้

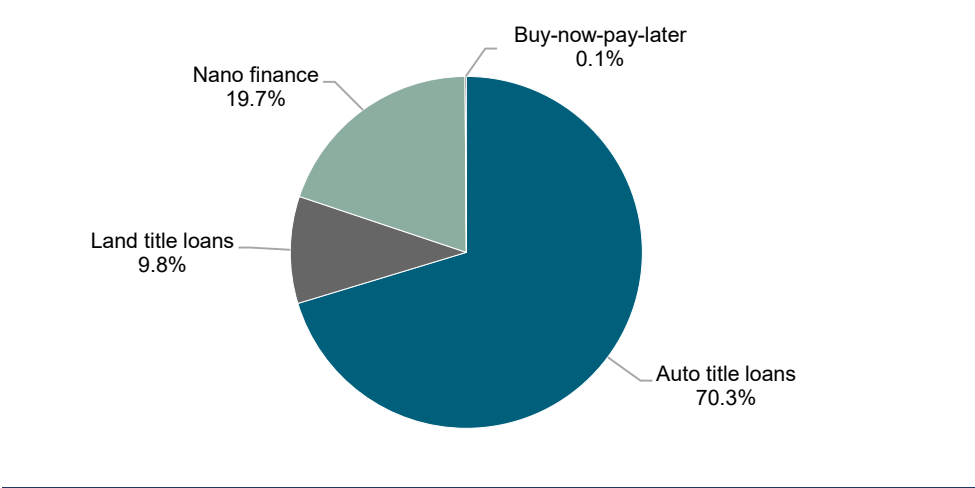
- 1. สินเชื่อที่มีทะเบียนรถเป็นประกัน ทั้งรถยนต์ รถกระบะ รถจักรยานยนต์ และรถเพื่อการเกษตร สำหรับกลุ่มลูกค้าเจ้าของรถที่จำเป็นต้องใช้เงินเพื่อประกอบธุรกิจ หรือค่าใช้จ่ายฉุกเฉิน
- 2. สินเชื่อที่มีโฉนดที่ดินเป็นประกัน แก่ลูกค้ารายย่อยที่เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์ในที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง
- 3. สินเชื่อรายย่อยเพื่อการประกอบอาชีพ หรือ Nano finance เป็นสินเชื่อที่ไม่มีหลักประกัน ให้บริการแก่กลุ่มฐานลูกค้าเดิมของบริษัท
- 4. ธุรกิจจำหน่ายสินค้าเงินสดและเงินผ่อน (Buy-now-pay-later) จำหน่ายสินค้าเงินสดและสินเชื่อเงินผ่อนสำหรับเครื่องใช้ไฟฟ้า ปัจจุบัน TURBO หยุดให้บริการชั่วคราว คาดว่าจะให้บริการในปี 2570
- 5. ธุรกิจนายหน้าประกันวินาศภัย และประกันชีวิต ครอบคลุมถึงประกันรถยนต์ชั้น 1/2/2+/3/3+ พร้อมบริการผ่อนชำระเบี้ย 0% ประกันรถจักรยานยนต์ พ.ร.บ. รถยนต์ ประกันสุขภาพ และประกันอุบัติเหตุ

Exhibit 38: TURBO’s lending products

	Auto Title Loans (ATL)			Land title loan	Nano finance
	Motorcycle Title Loan	Car Title Loan	Agriculture Vehicle Loan	Land title loan	Nano finance (Unsecured loans)
Customers	Individuals with ownership titles			Individuals with deeds	Individuals, existing client with good payment record
Maximum credit line	THB 100,000	THB 500,000	THB 500,000	THB 500,000	THB 100,000
Regulator/ Related law	Bank of Thailand	Bank of Thailand	Bank of Thailand	Civil and Commercial Code	Bank of Thailand
Loan duration	Up to 36 months	Up to 60 months	Up to 72 months	Up to 84 months	Up to 48 months
Maximum interest rates	24.00%	24.00%	24.00%	15.00%	33.00%
Proportion to total loans (2Q25)		70.3%		9.8%	19.7%

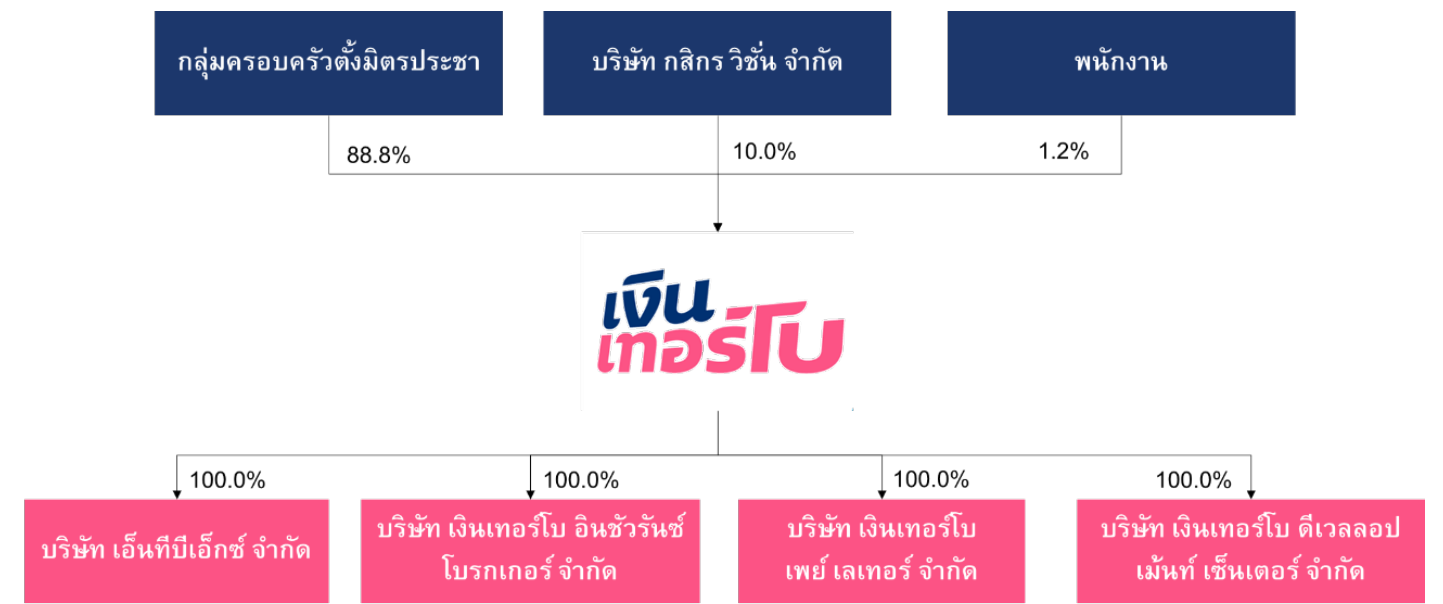
Sources: TURBO, Bank of Thailand (BOT), FSSIA compilation

Exhibit 39: TURBO’s loan breakdown (2Q25)



Sources: TURBO, FSSIA compilation

Exhibit 40: TURBO’s organization structure (as of 30 Jun 25)



Source: TURBO

Exhibit 41: Details of TURBO’s subsidiary

Name	Business and services
NBTX	Loan guarantee business
Ngern Turbo Insurance Broker (NTBI)	Non-Life and Life Insurance Brokerage
Ngern Turbo Pay Later (NTPL)	Buy-now-pay-later loan for electrical appliances
Ngern Turbo Development Center (TURBO DC)	Development center for TURBO's human resources

Source: TURBO

ผู้บริหารของ TURBO เป็นบุคลากรรุ่นใหม่ที่มีศักยภาพ มีความคิดริเริ่มใหม่ๆ และยืดหยุ่นต่อการเปลี่ยนแปลง อีกทั้งผู้บริหารส่วนใหญ่ได้ร่วมงานกับ TURBO ตั้งแต่ออกตั้งบริษัทในปี 2017 ซึ่งจะช่วยเสริมสร้างวัฒนธรรมองค์กรเพื่อรองรับการเติบโต และปรับตัวได้อย่างรวดเร็ว มุ่งเน้นผลลัพธ์ และความยั่งยืนในระยะยาว

TURBO ภายใต้การนำของ คุณสุรัช เรืองสุทธิภาพ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) เป็นผู้มีประสบการณ์ในธุรกิจการเงินมากกว่า 18 ปี ทั้งในธนาคารพาณิชย์ รวมถึงธุรกิจโรงรับจำนำ นอกจากตำแหน่ง CEO ของ TURBO ปัจจุบันคุณสุรัช ดำรงตำแหน่งนายกสมาคมการค้าผู้ประกอบการธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถ (VLTA) ซึ่งจะทำให้อุตสาหกรรมจำนำทะเบียนรถในประเทศไทยสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน เพื่อเป็นสะพานเชื่อมให้กลุ่มลูกค้าได้รับดอกเบี้ยและการบริการที่เป็นธรรมแทนที่หนี้นอกระบบ

Exhibit 42: TURBO's senior management – led by young generation for agile organization

ขับเคลื่อนด้วยบุคลากรรุ่นใหม่ที่มีศักยภาพ มีความคิดริเริ่ม และยืดหยุ่น
นำทีมโดยผู้บริหารมืออาชีพที่มีประสบการณ์ที่ช่วยเสริมสร้างวัฒนธรรมองค์กรเพื่อการเติบโตที่รวดเร็วและยั่งยืน

							
ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร นายสุรัช เรืองสุทธิภาพ ประสบการณ์ในธุรกิจการเงิน 8 ปีกับ TURBO / นายกสมาคมการค้าผู้ประกอบการ ธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถ (VLTA)	รองกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายเทคโนโลยี นายเอกสิทธิ์ เลิศการดี ประสบการณ์ในอุตสาหกรรม เทคโนโลยีสารสนเทศ 8 ปีกับ TURBO	รองกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายผลิตภัณฑ์และการตลาด นางอลิตา เอี่ยมศิริกร ประสบการณ์ในธุรกิจการเงิน 8 ปีกับ TURBO	รองกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายปฏิบัติการ นางสาวกนกพร ชิววิริยะนทร์ ประสบการณ์ในธุรกิจการเงิน และธนาคารพาณิชย์ 7 ปีกับ TURBO	รองกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายการจัดการสาขา นายวรุตม์ เทียบทำนูล ประสบการณ์ในธุรกิจการเงิน และธนาคารพาณิชย์ 7 ปีกับ TURBO	รองกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายการเงินและการบัญชี นายธนันท์ ลิ้มสายพรหม ประสบการณ์ในธุรกิจการเงิน และธนาคารพาณิชย์ 7 ปีกับ TURBO	รองกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายบริหารความเสี่ยง นายบรูซ กอร์ดอน อ็อกเดน ประสบการณ์ในธุรกิจการเงิน และธนาคารพาณิชย์ ~1 ปีกับ TURBO	รองกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายทรัพยากรบุคคล นางสาวขวัญตา กิระวิศาสตร์ ประสบการณ์เป็นสายงาน การบริหารทรัพยากรบุคคล




วัฒนธรรมองค์กรเอื้อต่อการสร้างมูลค่า
การสร้างสรรค์สิ่งใหม่
การพัฒนาและการแก้ไขปัญหาต่างๆ

Turbo Academy เตรียมความพร้อมให้กับ
พนักงานและส่งเสริมการพัฒนาต่อเนื่อง เพิ่ม
ประสิทธิภาพในการปฏิบัติงานให้แก่พนักงาน

ระบบงานภายในและวิธีการทำงานของเงินเทอร์โบ
ทันสมัยและเปลี่ยนแปลงตามบริบทสังคม
มุ่งเน้นผลลัพธ์ ไม่ยึดติดในวัฒนธรรมดั้งเดิม

บุคลากรของเงินเทอร์โบเป็น **Tech-native** เข้าใจ
และปรับใช้เทคโนโลยีที่พัฒนาในองค์กรได้
อย่างรวดเร็ว

Source: TURBO

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

TURBO มีทุนจดทะเบียน 1,360 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 1,111.10 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 2,222.22 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 537 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วมูลค่า 1,360 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 2,720 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท

หลัง IPO กลุ่มครอบครัวตั้งมิตรประชา ซึ่งเป็นกลุ่มผู้ก่อตั้งยังคงเป็นกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของ TURBO

วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

- 1) เพื่อเป็นเงินทุนสำหรับการขยายธุรกิจให้บริการทางการเงินของกลุ่มบริษัท
- 2) เพื่อชำระคืนเงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์
- 3) เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

Exhibit 43: TURBO’s shareholding structure

No.1	Name	----- Pre-IPO -----		----- Post-IPO -----	
		(No. of m shares)	(%)	(No. of m shares)	(%)
1	Tangmitrphracha Family Group	1,974.24	88.84%	1,974.24	72.58%
2	Kasikorn Vision	222.22	10.00%	133.00	4.89%
3	Others	25.76	1.16%	25.76	0.95%
Total Pre-IPO		2,222.22	100.00%	2,133.00	78.42%
Public Offering				537.00	19.74%
ESOP: Employee Stock Option Program				50.00	1.84%
Total Post-IPO				2,720.00	100.00%

Sources: TURBO; FSSIA compilation

นโยบายการจ่ายเงินปันผล

ภายหลังจากที่ TURBO เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก (IPO) TURBO มีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของกำไรสุทธิของงบการเงินเฉพาะกิจการ ภายหลังจากหักภาษีและเงินทุนสำรองตามกฎหมายและทุนสำรองอื่น (ถ้ามี) อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ โดยจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน สภาพคล่อง การขยายธุรกิจ ความจำเป็นในการใช้เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน แผนการลงทุนและการขยายธุรกิจในอนาคต สภาวะตลาด ความเหมาะสม และปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานและการบริหารงานของบริษัทฯ โดยอยู่ภายใต้เงื่อนไขที่ว่า บริษัทฯ จะต้องมียอดเงินสดเพียงพอสำหรับการดำเนินธุรกิจ และการดำเนินการดังกล่าวจะต้องก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นตามที่คณะกรรมการบริษัท และ/หรือผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ เห็นสมควร

เรามองว่านโยบายจ่ายเงินปันผลที่ระดับร้อยละ 20 มีความเหมาะสมสำหรับ TURBO เนื่องจากบริษัทยังมีแผนที่จะขยายธุรกิจสินเชื่อเป็นอย่างมาก จึงมีความจำเป็นที่จะต้องรักษาเงินทุนฐานของผู้ถือหุ้น และ D/E ratio ให้เหมาะสมและไม่สูงจนเกินกำหนดของเจ้าหนี้

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงในอุตสาหกรรม

คุณภาพสินทรัพย์อาจด้อยลงจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอ

เนื่องจากลูกค้าส่วนใหญ่ของ TURBO อยู่ในกลุ่มที่เข้าถึงบริการทางการเงินได้จำกัด (underbanked) ความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้จึงสูงกว่าการปล่อยกู้ของธนาคารทั่วไป อีกทั้งแนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น รายได้เกษตรกรต่ำ กำลังซื้อที่ลดลง อัตราการว่างงานที่สูงขึ้น และสถานการณ์ทางการเมืองที่ไม่แน่นอน ล้วนส่งผลให้คุณภาพสินทรัพย์อ่อนแอลงและอัตราส่วนหนี้เสีย (NPL ratio) สูงขึ้น

ณ ไตรมาส 2/2025 อัตรา NPL ของ TURBO อยู่ที่ 4.1% (เทียบกับ 4.17% ในไตรมาส 4/2024) เมื่อเปรียบเทียบกับ SAWAD ที่ 3.8%, MTC ที่ 2.6%, TIDLOR ที่ 1.8% และ SAK ที่ 2.7%

อย่างไรก็ดี TURBO ให้ความสำคัญกับกระบวนการปล่อยสินเชื่อเป็นอย่างมาก โดย กำหนดให้มีคู่มือการปฏิบัติงานและจัดให้มีการอบรมพนักงานสาขาทุกคนก่อนเริ่มปฏิบัติงานจริงที่สาขา เพื่อให้พนักงานสาขาสามารถปฏิบัติได้อย่างรอบคอบและรัดกุม ทั้งนี้ กระบวนการอนุมัติสินเชื่อจะพิจารณาจากข้อมูลของลูกค้าแต่ละราย เพื่อให้มั่นใจว่า ปล่อยสินเชื่อให้แก่ลูกค้าได้อย่างเหมาะสม มีการกำหนดอำนาจอนุมัติที่พนักงานสาขาจะสามารถอนุมัติสินเชื่อได้ หากลูกค้าต้องการขอสินเชื่อในวงเงินที่สูง การอนุมัติสินเชื่อดังกล่าวจะต้องดำเนินการโดยผู้มีอำนาจที่สูงขึ้นตามลำดับ นอกจากนี้ มีการทบทวนอัตราส่วนการให้สินเชื่อโดยเทียบกับมูลค่าหลักประกัน (Loan-to-value: LTV) เพื่อควบคุมและบริหารความเสี่ยงของพอร์ตโฟลิโอสินเชื่อ เช่น ในปี 2023 TURBO มีการปรับลดอัตราส่วนการให้สินเชื่อโดยเทียบกับมูลค่าหลักประกัน (LTV) เพื่อให้สอดคล้องกับสถานการณ์ตลาดรถมือสองที่เปลี่ยนแปลงไป อีกทั้งในปี 2024 TURBO ได้มีการเริ่มใช้ระบบ Credit Scoring โดยใช้ลักษณะเฉพาะของผู้กู้ และประวัติการชำระ มาคำนวณเป็นคะแนน Credit Scoring เพื่อนำมาใช้ในการประเมินความเสี่ยงและความสามารถในการชำระหนี้ของลูกค้าให้มีความรัดกุมมากขึ้น

การแข่งขันที่รุนแรง

ด้วยศักยภาพการเติบโตสูงและผลตอบแทนที่น่าสนใจมากกว่า 10% ต่อปี ทำให้ธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถมีการแข่งขันสูงจากทั้งผู้ประกอบการเดิมและผู้เสนอรายใหม่ สิ่งนี้อาจนำไปสู่การแข่งขันด้านราคา เพื่อช่วงชิงลูกค้าที่มีความต้องการกู้ยืม นอกเหนือจากผู้ประกอบการธุรกิจจำนำทะเบียนรถแล้ว การแข่งขันอาจมาในรูปแบบอื่นเช่น ธนาคารไร้สาขา (Virtual Bank) หรือ เทคโนโลยีทางการเงินใหม่ๆ ที่ทำให้การเข้าถึงบริการทางการเงินในกลุ่ม Underbanked ทำได้ง่ายมากขึ้น

ทั้งนี้ ผู้ประกอบการสินเชื่อจำนำทะเบียนรถต้องมีทุนจดทะเบียนขั้นต่ำไม่ต่ำกว่า 50 ล้านบาท และได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.)

ในทำนองเดียวกัน ธุรกิจนายหน้าประกันภัยก็มีการแข่งขันสูง เนื่องจากมีจำนวนโบรกเกอร์มากกว่า 3,000 ราย เรามองว่าการบริการที่รวดเร็ว การช่วยเพิ่มศักยภาพในการเข้าถึงของลูกค้า (เช่น การผ่อนชำระ 0%) และการพัฒนาผลิตภัณฑ์นวัตกรรมใหม่ ๆ สามารถสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันได้

ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ

การปรับลดเพดานอัตราดอกเบี้ยโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.)

ธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ ธปท. ตั้งในปี 2019 โดยในเดือนสิงหาคม 2020 ธปท. ได้กำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อจำนำทะเบียนรถใหม่จาก 28% ลงเหลือ 24%

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของ TURBO สำหรับสินเชื่อจำนำทะเบียนรถอยู่ที่ราว 21-23% ซึ่งยังมีส่วนต่างเพียงพอให้ TURBO ดำเนินธุรกิจได้อย่างราบรื่น สำหรับสินเชื่อ Nano finance (ที่อยู่ภายใต้การกำกับของ ธปท. เช่นกัน) เพดานดอกเบี้ยสูงสุดอยู่ที่ 33% เทียบกับผลตอบแทนของ TURBO ราว 30% จึงยังถือว่าปลอดภัยในมุมมองของเรา

รายได้และกิจกรรมที่ชะลอตัวจาก 'Market Conduct'

การคุ้มครองผู้บริโภคผ่านแนวทาง 'Market Conduct' เป็นหนึ่งในสามเสาหลักในการกำกับดูแลอุตสาหกรรมสินเชื่อจำนำทะเบียนรถโดย ธปท. อีกสองเสา คือ การส่งเสริมการเข้าถึงทางการเงิน (Financial Inclusion) และการแข่งขันด้วยการตั้งราคาอย่างเหมาะสม

ในมุมมองของเรา การบังคับใช้ 'Market Conduct' ที่มากขึ้น อาจลดค่าธรรมเนียมที่ลูกค้าถูกเรียกเก็บเกินความจำเป็น เช่น ค่าประเมินหลักประกัน ค่าบริหารจัดการเงินกู้ รวมถึงโครงสร้างลำดับการชำระหนี้ที่ปรับจากแนวตั้ง (เคลียร์ค่าธรรมเนียมก่อน ตามด้วยดอกเบี้ยและเงินต้น) มาเป็นแนวนอน (เคลียร์ทั้งค่าธรรมเนียม ดอกเบี้ย และเงินต้นไปพร้อมกันในครั้งแรก)

'Market Conduct' ยังครอบคลุมถึงการปล่อยสินเชื่ออย่างมีความรับผิดชอบ (Responsible Lending) และการทำการขายต่อเนื่อง (Cross-Selling Activities) เพื่อปกป้องลูกค้าจากการก่อกวนเกินความจำเป็นและการถูกนำเสนอผลิตภัณฑ์ทางการเงินมากเกินไป ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อปริมาณการปล่อยสินเชื่อใหม่และการขายต่อประกันภัย

การกำกับดูแลที่เข้มงวดมากขึ้นจากหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง

เนื่องจาก TURBO ดำเนิน 2 ธุรกิจหลัก ได้แก่ สินเชื่อทะเบียนรถ และนายหน้าประกันภัย บริษัทจึงอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท. BOT) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย (คปภ. OIC) ด้วยแนวโน้มด้านการคุ้มครองผู้บริโภคที่มีมากขึ้น การกำกับดูแลที่โปร่งใส และความกังวลต่อระดับหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง จึงมีความเป็นไปได้ที่หน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องจะเพิ่มความเข้มงวดในการกำกับดูแลผู้ประกอบการ ซึ่งอาจส่งผลให้บริษัทเผชิญกับการขยายตัวของธุรกิจที่ชะลอตัว หรือมีต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้นเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดที่เข้มงวดมากขึ้น

ความเสี่ยงด้านธุรกิจและการดำเนินงาน

แผนการขยายตัวต่ำกว่าที่คาด

หนึ่งในปัจจัยความสำเร็จหลักของธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถ คือการขยายตัวเพื่อรองรับความต้องการสินเชื่อที่มีศักยภาพเติบโตสูง อย่างไรก็ตามผู้ประกอบการอาจไม่สามารถตอบสนองความต้องการดังกล่าวได้ และนำไปสู่การขยายตัวที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ สาเหตุของการเติบโตที่ช้ากว่าที่คาดมีหลายประการ เช่น ความต้องการที่อ่อนแอในบางพื้นที่ของสาขา การแข่งขันสูงจากผู้ประกอบการรายเดิม ขาดประสบการณ์ของพนักงานในการสร้างความสัมพันธ์กับลูกค้า ระบบโครงสร้างพื้นฐานด้านไอทีที่ไม่เพียงพอ เป็นต้น

ความเสี่ยงด้านการติดตามหนี้ (Collection risk)

สำหรับธุรกิจปล่อยกู้ หนึ่งในหน้าที่ที่สำคัญที่สุดคือการติดตามหนี้ เนื่องจากจะมีผลต่อกระแสเงินสด กำไร และรวมไปถึงความน่าเชื่อถือของธุรกิจ หากลูกค้าไม่สามารถชำระหนี้ได้ จะทำให้สถานะหนี้ด้อยลงจาก Stage I (ปกติ) ไปสู่ Stage II (ผิวน้ำดำ) และ III (หนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้, NPLs) ตามมาตรฐานบัญชี IFRS9 การปรับลดชั้นของหนี้จะนำไปสู่ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ และ credit cost ที่สูงขึ้น และส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรสุทธิ

สำหรับการดำเนินงานของ TURBO นอกจากการมีสาขาที่เข้าถึงชุมชนแล้ว บริษัทยังได้พัฒนาระบบปฏิบัติการหน้าสาขาเพื่อให้พนักงานสาขาใช้ติดตามข้อมูลลูกค้าสำหรับการติดตามทวงถามหนี้รายวัน และสร้างแดชบอร์ดคุณภาพสินทรัพย์ เพื่อให้ฝ่ายบริหารความเสี่ยงสามารถติดตามสถานะปัจจุบันของพอร์ตสินเชื่อได้ ซึ่งระบบนี้ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการติดตามหนี้ได้มาก

ความเสี่ยงด้านการกระจุกตัวและขาดทุนจากทรัพย์สินรอการขาย

ณ ไตรมาส 2/2025 สัดส่วนประมาณ 70% ของพอร์ตสินเชื่อรวมของ TURBO มีหลักประกันเป็นทะเบียนรถ (รถยนต์ รถจักรยานยนต์ รถแทรกเตอร์) 10% มีหลักประกันเป็นโฉนดที่ดิน และอีก 20% เป็นสินเชื่อสินเชื่อไฟแนนซ์ที่ไม่มีหลักประกัน เรามองว่าความเสี่ยงด้านการกระจุกตัวในสินเชื่อที่มีโฉนดที่ดินเป็นหลักประกันเนื่องจากเป็นทรัพย์สินที่เปลี่ยนเป็นเงินสดได้ยากหากเกิดการผิวน้ำดำ

ในขณะเดียวกัน สินเชื่อทะเบียนรถซึ่งมีสัดส่วน 70% ของพอร์ตสินเชื่อรวม ยังคงมีความเสี่ยงจากราคาขายต่อของรถยนต์มือสองที่ลดลง และผลขาดทุนที่สูงขึ้นจากทรัพย์สินรอการขายเมื่อเกิดการผิดนัดชำระเปรียบเทียบกับอัตราส่วนสินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV)

ความเสี่ยงจากการที่อันดับความน่าเชื่อถือทางเครดิต

TURBO ได้รับการจัดอันดับเครดิตที่ระดับ BBB- โดย TRIS Rating ซึ่งยังถือว่าเป็น Investment Grade หากมีการปรับลดอันดับเครดิตในอนาคตอาจมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อความสามารถในการเข้าถึงเงินทุนในตลาดตราสารหนี้ เนื่องจากจะกลายเป็น non-investment grade และมีผลต่อค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุน

อันดับเครดิตของบริษัท อาจถูกปรับลดลงเมื่อธุรกิจของบริษัท ถดถอยลง รวมถึงจากปัจจัยอื่นที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท เช่น การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท (ซึ่งรวมถึงการเปลี่ยนแปลงที่เป็นผลมาจากการเสนอขายหุ้นครั้งนี้) กรณีดังกล่าวอาจส่งผลกระทบในทางลบต่อธุรกิจฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานและโอกาสทางธุรกิจของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญ

ความเสี่ยงจากการจัดหาเงินทุน และสภาพคล่องสำหรับการขยายสินเชื่อ

การเติบโตของธุรกิจของ TURBO ขึ้นอยู่กับการขยายสาขา การขยายสินเชื่อ และการนำเสนอผลิตภัณฑ์และบริการใหม่ๆ ให้แก่ลูกค้า จึงมีความจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนจากเงินกู้ยืมระยะสั้นและระยะยาวจากสถาบันการเงิน เงินเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้น การออกและเสนอขายหุ้นกู้ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพื่อใช้ในการขยายธุรกิจหรือวิธีอื่นๆ ซึ่งหาก TURBO ไม่สามารถจัดหาแหล่งเงินทุน หรือมีสภาพคล่องอย่างเพียงพอเป็นไปตามแผนที่วางไว้ในต้นทุนที่เหมาะสมและเงื่อนไขที่ยอมรับได้ กรณีดังกล่าวอาจส่งผลกระทบในทางลบต่อธุรกิจ ผลการดำเนินงาน และฐานะทางการเงิน

ดังนั้นการวางแผนจัดหาแหล่งเงินทุนล่วงหน้าเพื่อให้สอดคล้องกับแผนการใช้เงินทั้งในระยะสั้นและระยะยาว และมีการติดตามสถานะทางการเงินอย่างสม่ำเสมอจึงเป็นสิ่งสำคัญ เพื่อบริษัทมีสภาพคล่องที่เพียงพอ โดย TURBO มีความสัมพันธ์อันดีกับสถาบันทางการเงินมาโดยตลอด โดย ณ ปัจจุบัน ยังมีวงเงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยจำนวน 6 แห่ง รวมถึงมีการเสนอขายหุ้นกู้เพื่อเป็นทางเลือกในการระดมทุน

ทั้งนี้ ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนเป็นการทั่วไป (IPO) TURBO จะมีแหล่งเงินทุนเพิ่มเติมจากการเสนอขายหุ้นสามัญข้างต้น โดยเงินที่ได้รับจากการระดมทุนส่วนหนึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนเพื่อรองรับการดำเนินธุรกิจและสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจต่อไป

ความเสี่ยงจาก Cloud Computing Platforms

ระบบเทคโนโลยีสารสนเทศหลักของ TURBO ทั้งหมดจัดเก็บและประมวลผลบนระบบคลาวด์ (Cloud Computing Platforms) จากผู้ให้บริการที่มีความน่าเชื่อถือในระดับสากล เนื่องจากประเมินแล้วเห็นว่าระบบคลาวด์สามารถรองรับได้ดีกับการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของระบบเทคโนโลยีสารสนเทศของกลุ่มบริษัท มากกว่าการประมวลผลข้อมูลในรูปแบบเดิมซึ่งมีการติดตั้งระบบ (Server) ไว้ในพื้นที่ของบริษัท (On-Premise) ซึ่งอาจมีความเสี่ยงที่

(1) ระบบคลาวด์เกิดปัญหาขัดข้องและหากเกิดกรณีดังกล่าวจะสามารถกลับมาให้บริการได้ในระยะเวลาอันสั้น

(2) การถูกโจมตีความมั่นคงปลอดภัยทางไซเบอร์ และภัยคุกคามความมั่นคงปลอดภัยของข้อมูล

อย่างไรก็ดี TURBO เลือกใช้บริการจากผู้ให้บริการที่มีความน่าเชื่อถือในระดับสากล ซึ่งมีระบบการจัดเก็บและประมวลผลข้อมูล โดยมีการสำรองข้อมูลอย่างสม่ำเสมอ โดยจะสำรองข้อมูลที่ระบบ (Server) หลักในต่างประเทศ และอีกแหล่งหนึ่งที่ประเทศอื่น โดยในกรณีที่ระบบประมวลผลที่ใช้งานอยู่มีปัญหา TURBO จะสามารถเรียกใช้ระบบประมวลผลสำรองได้ เพื่อให้การดำเนินงาน เป็นไปอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ในกรณีที่เกิดปัญหากับฐานข้อมูล ก็จะสามารถเรียกข้อมูลจากฐานข้อมูลสำรองของกลุ่ม ขึ้นมาเพื่อดำเนินธุรกิจได้อย่างต่อเนื่อง

Appendix

Company Overview TURBO ประกอบธุรกิจ 1. ให้บริการสินเชื่อส่วนบุคคลภายใต้การกำกับที่มีทะเบียนรถเป็นประกัน 2. ให้บริการสินเชื่อส่วนบุคคลที่มีเอกสารสิทธิ์ที่ดินและสิ่งปลูกสร้างเป็นประกันหรือหลักประกัน 3. ให้บริการสินเชื่อรายย่อยเพื่อการประกอบอาชีพภายใต้การกำกับ หรือ Nanofinance loans 4. ธุรกิจนายหน้าประกันชีวิตและนายหน้าประกันวินาศภัย และ 5. ธุรกิจจำหน่ายสินค้าเงินสดและเงินผ่อน (สำหรับธุรกิจนายหน้าประกันชีวิตและนายหน้าประกันวินาศภัย และธุรกิจจำหน่ายสินค้าเงินสดและเงินผ่อน ปัจจุบันประกอบธุรกิจผ่านบริษัทย่อย) โดยใช้ชื่อทางการค้าว่า “เงินเทอร์โบ” ให้กับลูกค้ารายย่อยที่เป็นประชาชนโดยทั่วไป ผ่านสำนักงานสาขาของบริษัทฯ ทั้งหมด 996 สาขา ครอบคลุม 54 จังหวัดทั่วประเทศ (30 มิ.ย. 25) Valuation Methodology เราประเมินมูลค่ายุติธรรมของ TURBO ที่ 2.10 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นมูลค่าตลาด (Market Cap) 5.69 พันล้านบาท โดยการประเมินนี้อยู่บนฐาน Post-money Basis เราประเมินมูลค่ายุติธรรมของ TURBO โดยใช้ค่าเฉลี่ยของวิธีการประเมิน 2 แนวทาง ได้แก่ P/BV Multiples (1.24x) และ P/E Multiples (9.0x) ซึ่งเรามองว่าการใช้วิธีการผสมผสานกันจะสะท้อนมูลค่าของ TURBO ได้อย่างเหมาะสม ทั้งจากศักยภาพการทำกำไรที่แข็งแกร่ง (ผ่าน P/E) และ ประโยชน์จาก Leverage ที่ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สูง (ผ่าน P/BV) โดยการประเมินมูลค่าของเราอ้างอิงกำไรสุทธิปี 2026 เพื่อสะท้อนถึงการฟื้นตัวของธุรกิจอย่างเต็มรูปแบบและโมเมนตัมการเติบโต หลังจากช่วงราคาขายรถยนต์มือสองที่อยู่ในระดับต่ำ (ปี 2023–2024)

ESG Environment TURBO มุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมและคำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม โดยให้ความสำคัญกับการดำเนินงานทุกขั้นตอน เช่น ▪ ใช้ทรัพยากรต่าง ๆ ให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด ▪ รณรงค์การใช้พลังงานอย่างประหยัด และอย่างมีประสิทธิภาพ ▪ ลดการใช้วัสดุ อุปกรณ์สำนักงาน ด้วยการนำกลับไปใช้ซ้ำหรือรีไซเคิล ▪ แยกขยะตามประเภท เพื่อสนับสนุนการนำกลับไปใช้ซ้ำ Social TURBO มุ่งมั่นสร้างความมั่นคงให้แก่สังคมและชุมชน พัฒนาทักษะศักยภาพของบุคลากรเพื่อสร้างคนที่มีคุณภาพ สู่งาน และสร้างงานสร้างอาชีพ กระจายรายได้สู่ชุมชนเพื่อสร้างสังคมแห่งความยั่งยืน โดยกำหนดให้มิโนนโยบายความรับผิดชอบต่อสังคม เช่น ▪ สนับสนุนและเคารพในการปกป้องสิทธิมนุษยชน ปฏิบัติต่อบุคลากรอย่างเท่าเทียมและเป็นธรรม ▪ ส่งเสริมการจ้างแรงงานในท้องถิ่น ผู้ด้อยโอกาสและคนพิการ โดยไม่เลือกปฏิบัติ แม้ว่าจะมีความแตกต่างของเชื้อชาติ ศาสนา เพศ อายุ การศึกษา ความเชื่อ หรือเรื่องอื่นใด ▪ จัดให้มีการพัฒนาบุคลากรในองค์กร โดยมีการจัดการฝึกอบรมอย่างต่อเนื่อง เพื่อส่งเสริมความสามารถ และยกระดับการทำงานของบุคลากร เพื่อให้การดำเนินงานของกลุ่มบริษัทฯ มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น และสร้างแรงจูงใจให้บุคลากรอยู่กับกลุ่มบริษัทฯ เพื่อร่วมพัฒนาองค์กร ▪ จัดให้บุคลากรได้รับสวัสดิการ ความปลอดภัย และสุขอนามัยในสถานที่ทำงาน รวมถึงมีการส่งเสริมกิจกรรมทางด้านกีฬา เพื่อสร้างความพึงพอใจในการทำงานให้แก่บุคลากร Governance TURBO มีความมุ่งมั่นในการบริหารจัดการธุรกิจโดยดำเนินการตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อพัฒนาบริษัทฯ และขยายธุรกิจให้เติบโตอย่างยั่งยืน เช่น ▪ กำหนดให้มีการจัดทำและดำเนินการตามนโยบายต่าง ๆ เพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส และมีธรรมาภิบาล โดยคำนึงถึงประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นต่อกิจการและผู้ถือหุ้น และปฏิบัติตามผู้มีส่วนได้เสียผ่านนโยบายของกลุ่มบริษัทฯ เช่น นโยบายเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี หลักจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ นโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน นโยบายการป้องกันการรั่วข้อมูลภายใน เป็นต้น ▪ ดำเนินธุรกิจอย่างถูกต้องตามกฎหมายและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง

Financial Statements

Ngernturbo

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Interest Income	2,025	2,595	2,814	3,167	3,589
Interest expense	(320)	(451)	(439)	(455)	(478)
Net interest income	1,705	2,144	2,375	2,712	3,112
Net fees & commission	400	411	458	506	547
Foreign exchange trading income	-	-	-	-	-
Securities trading income	0	0	0	0	0
Dividend income	-	-	-	-	-
Other income	5	27	0	0	0
Non interest income	406	438	458	506	547
Total income	2,111	2,582	2,833	3,218	3,658
Staff costs	(1,447)	(1,651)	(1,559)	(1,730)	(1,879)
Other operating costs	(4)	(8)	(30)	(30)	(30)
Operating costs	(1,452)	(1,659)	(1,589)	(1,760)	(1,909)
Pre provision operating profit	659	923	1,244	1,458	1,749
Expected credit loss	(504)	(762)	(666)	(626)	(682)
Other provisions	-	-	-	-	-
Operating profit	156	161	578	833	1,067
Recurring non operating income	0	0	0	0	0
Associates	0	0	0	0	0
Goodwill amortization	-	-	-	-	-
Non recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	156	161	578	833	1,067
Tax	(24)	(19)	(116)	(167)	(213)
Profit after tax	132	142	462	666	853
Non-controlling interest	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	132	142	462	666	853
Non recurring items & goodwill (net)	-	-	-	-	-
Recurring net profit	132	142	462	666	853
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.06	0.06	0.20	0.24	0.31
Reported EPS	0.06	0.06	0.20	0.24	0.31
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Growth					
Net interest income (%)	51.7	25.7	10.8	14.2	14.7
Non interest income (%)	(13.5)	8.0	4.6	10.3	8.1
Pre provision operating profit (%)	11.0	40.0	34.8	17.2	19.9
Operating profit (%)	(63.2)	3.1	259.9	44.2	28.1
Reported net profit (%)	(61.1)	7.5	226.5	44.2	28.1
Recurring EPS (%)	(64.9)	7.5	209.2	24.4	28.1
Reported EPS (%)	(64.9)	7.5	209.2	24.4	28.1
Income Breakdown					
Net interest income (%)	80.8	83.0	83.8	84.3	85.1
Net fees & commission (%)	19.0	15.9	16.2	15.7	14.9
Foreign exchange trading income (%)	-	-	-	-	-
Securities trading income (%)	-	-	-	-	-
Dividend income (%)	-	-	-	-	-
Other income (%)	0.3	1.1	-	-	-
Operating performance					
Gross interest yield (%)	22.23	23.26	22.89	22.86	22.89
Cost of funds (%)	4.23	4.78	4.34	4.16	4.04
Net interest spread (%)	18.00	18.48	18.55	18.70	18.85
Net interest margin (%)	18.7	19.2	19.3	19.6	19.8
Cost/income(%)	68.8	64.2	56.1	54.7	52.2
Cost/assets(%)	13.9	13.3	11.6	11.5	11.3
Effective tax rate (%)	15.4	11.8	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	-	-	-	-	-
ROE (%)	5.5	5.6	14.4	16.3	18.0
ROE - COE (%)	(8.0)	(7.9)	0.9	2.8	4.5
ROA (%)	1.3	1.1	3.4	4.3	5.0
RORWA (%)	-	-	-	-	-

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Sources: Ngernturbo; FSSIA estimates

Financial Statements

Ngernturbo

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Gross customer loans	10,632	11,685	12,899	14,812	16,554
Allowance for expected credit loss	(406)	(554)	(621)	(696)	(754)
interest in suspense	-	-	-	-	-
Net customer loans	10,225	11,131	12,279	14,116	15,801
Bank loans	-	-	-	-	-
Government securities	-	-	-	-	-
Trading securities	-	-	-	-	-
Investment securities	-	-	-	-	-
Cash & equivalents	239	222	468	264	299
Other interesting assets	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets	1,214	1,104	1,405	1,320	1,197
Associates	0	0	0	0	0
Goodwill	-	-	-	-	-
Other intangible assets	118	101	117	132	150
Other assets	209	121	176	92	105
Total assets	12,112	12,817	14,596	16,096	17,746
Customer deposits	-	-	-	-	-
Bank deposits	-	-	-	-	-
Other interest bearing liabilities	9,152	9,736	10,515	11,357	12,265
Non interest bearing liabilities	489	469	266	365	386
Hybrid Capital	-	-	-	-	-
Total liabilities	9,641	10,206	10,781	11,722	12,651
Share capital	1,111	1,111	1,360	1,360	1,360
Reserves	1,360	1,500	2,455	3,014	3,734
Total equity	2,471	2,611	3,815	4,374	5,094
Non-controlling interest	0	0	0	0	0
Total liabilities & equity	12,112	12,817	14,596	16,096	17,746
Supplementary items					
Risk weighted assets (RWA)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Average interest earning assets	9,110	11,158	12,292	13,856	15,683
Average interest bearing liabilities	7,569	9,444	10,126	10,936	11,811
CET 1 capital	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Total capital	0	0	0	0	0
Gross non performing loans (NPL)	335	487	519	586	628
Per share (THB)					
Book value per share	1.11	1.17	1.40	1.61	1.87
Tangible book value per share	1.06	1.13	1.36	1.56	1.82
Growth					
Gross customer loans	40.1	9.9	10.4	14.8	11.8
Average interest earning assets	43.1	22.5	10.2	12.7	13.2
Total asset (%)	37.7	5.8	13.9	10.3	10.3
Risk weighted assets (%)	-	-	-	-	-
Customer deposits (%)	-	-	-	-	-
Leverage & capital measures					
Customer loan/deposits (%)	-	-	-	-	-
Equity/assets (%)	20.4	20.4	26.1	27.2	28.7
Tangible equity/assets (%)	19.4	19.6	25.3	26.4	27.9
RWA/assets (%)	-	-	-	-	-
CET 1 CAR (%)	-	-	-	-	-
Total CAR (%)	-	-	-	-	-
Asset Quality (FSSIA's calculation)					
Change in NPL (%)	59.5	45.5	6.6	12.8	7.3
NPL/gross loans (%)	3.1	4.2	4.0	4.0	3.8
Allowance for ECL/gross loans (%)	3.8	4.7	4.8	4.7	4.6
Allowance for ECL/NPL (%)	121.4	113.8	119.5	118.9	119.9
Valuation					
Recurring P/E (x) *	25.3	23.5	7.6	6.1	4.8
Recurring P/E @ target price (x) *	35.4	33.0	10.7	8.6	6.7
Reported P/E (x)	25.3	23.5	7.6	6.1	4.8
Dividend yield (%)	-	-	-	-	-
Price/book (x)	1.3	1.3	1.1	0.9	0.8
Price/tangible book (x)	1.4	1.3	1.1	1.0	0.8
Price/tangible book @ target price (x)	2.0	1.9	1.5	1.3	1.2

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Sources: Ngernturbo; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																			
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																			
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for SETESG inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETESG Index is extended from the SET ESG Ratings companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																			
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																			
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																			
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																			
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+									
NEGL	Low	Medium	High	Severe																	
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																			
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																		
AA	7.143-8.570																				
A	5.714-7.142																				
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																		
BB	2.857-4.285																				
B	1.429-2.856																				
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																		
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																				
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																				
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																				
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																			
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																			

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Nathapol Pongsukcharoenkul FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.